

# ENTRE LA RESERVA Y LA DIVULGACIÓN. LOS CONTORNOS DE LOS DEBERES DEL DIRECTORIO DE UNA SOCIEDAD ANÓNIMA ABIERTA RELATIVOS A LA INFORMACIÓN ACERCA DE OPERACIONES DE ADQUISICIÓN DE EMPRESAS

## BETWEEN CONFIDENTIALITY AND DISCLOSURE. THE CONTOURS OF THE DUTIES OF THE BOARD OF DIRECTORS OF A PUBLIC COMPANY RELATING TO INFORMATION ABOUT BUSINESS ACQUISITION TRANSACTIONS

9

Díaz-Villalobos, José Ignacio\*  
Manterola-Domínguez, Pablo\*\*

### RESUMEN

Este artículo examina los deberes de reserva y divulgación que pesan sobre los directores de sociedades anónimas abiertas en el contexto de una negociación para adquirir una empresa. Se analiza cómo estos deben equilibrar su obligación de confidencialidad basada en la necesidad de privilegiar el

---

\* Universidad de los Andes, Chile. Master in Laws, University of Duke, Durham, North Carolina, United State of America. Dirección postal: Monseñor Álvaro del Portillo n.º 12.455, Las Condes, Región Metropolitana, Chile. Correo electrónico: jjdiaz@sdyd.cl ORCID: [orcid.org/0009-0003-1278-4631](https://orcid.org/0009-0003-1278-4631)

\*\* Universidad de los Andes, Chile. Doctor en Derecho, Universidad de los Andes, Chile. Dirección postal: Monseñor Álvaro del Portillo n.º 12.455, Las Condes, Región Metropolitana, Chile. Correo electrónico: pmanterola@uandes.cl ORCID: [orcid.org/0000-0003-0998-6382](https://orcid.org/0000-0003-0998-6382)

Recepción: 2024-11-8; aceptación: 2025-01-30.

interés social, con las obligaciones de información al mercado, cuyo fundamento está en el interés público asociado al correcto funcionamiento del mercado de valores. El texto plantea que, mientras el deber general es la reserva de información para proteger el interés de los accionistas, existen excepciones en que debe informarse al público ciertos eventos, en contextos en que la tutela del mercado de valores derrota la general protección al interés social que orienta la actividad de los administradores, y que las contraexcepciones de “hechos reservados” obedecen a riesgos calificados para el interés social, que exigen volver a la norma general de secreto.

**PALABRAS CLAVE:** sociedad anónima; deberes fiduciarios; reserva; información; mercado de valores; directores; gobiernos corporativos

#### ABSTRACT

10

This article examines the confidentiality and disclosure duties imposed on directors of publicly traded companies in the context of negotiations to acquire a target. It analyzes how directors must balance their obligation of confidentiality, rooted in the need to prioritize the corporate best interest, with mandatory disclosure rules, founded on the general interest in the proper functioning of the securities market. This article argues that, while the rule is to maintain confidentiality to protect the shareholders' interests, there are exceptions requiring disclosure of certain events in contexts where safeguarding the securities market outweighs the general protection of corporate interests guiding the directors' decisions. Additionally, the counterexceptions of “confidential information” arise in situations involving significant risks to corporate interests, thus returning to the general rule of confidentiality.

**KEYWORDS:** corporation; fiduciary duties; confidentiality; disclosure; securities market; directors; corporate governance

#### INTRODUCCIÓN

La información a que tienen acceso los directores y ejecutivos principales de sociedades anónimas abiertas se presenta como una realidad compleja. El derecho intenta someter esta realidad a categorías normativas con las que pretende regular el fenómeno y arbitrar los conflictos, tales como “deber de reserva”, “deber de informar”, “información de interés”, “hecho esencial”, “hecho reservado”. Es inevitable que, al aplicar a un fenómeno complejo los

conceptos normativos con que trabaja la ley, se utilicen estándares necesitados de ulterior precisión o, bien, se sacrifiquen los matices en aras de la seguridad jurídica.

Piénsese en una negociación orientada a la adquisición de una empresa por parte de una sociedad anónima abierta. Quizá todo comenzó con la idea de un gerente, quien conduce con su equipo una evaluación preliminar y eventualmente sondea de manera informal a un ejecutivo de la empresa *target*. Luego, intercambia impresiones con uno de los directores, tal vez el presidente del directorio, quien le anima a presentar la idea en su próxima sesión. El directorio juzga atractiva la idea preliminar y comisiona a uno de sus miembros para sondear al dueño de la empresa *target*. Al cabo de varias reuniones, y para continuar la negociación, suscriben un acuerdo de confidencialidad (NDA<sup>1</sup>); más tarde, para dar comienzo a la negociación del texto del contrato, se arriba a un arreglo acerca de los términos más importantes de la operación reflejados en una carta de intención MOU<sup>2</sup>. En esta negociación se puede otorgar al posible comprador una opción de preferencia para la adquisición del *target*, o el comprador hacer una oferta vinculante o no respecto de esta. ¿En qué momento la sociedad anónima abierta que evalúa adquirir la empresa *target* debe informar esta situación? Es decir, ¿cuándo las negociaciones conducidas trascienden el deber de reserva interno de esa sociedad y califican como hecho esencial o deben ser comunicadas a la CMF como hecho reservado para preservar la confidencialidad? Declarado el hecho reservado, ¿en qué casos la evolución de estas negociaciones impone su divulgación, y en qué casos hace volver al ámbito del deber general de reserva? ¿Es relevante si se trata de una adquisición de otra sociedad anónima abierta, y en este caso, si se realiza o no mediante OPA?

11

El objetivo de este trabajo es ofrecer criterios que permitan una mejor aplicación de los conceptos legales que disciplinan la información a que tienen acceso los directores y ejecutivos principales de sociedades anónimas abiertas. La normativa, diseminada en distintos cuerpos legales<sup>3</sup>, precisa una

---

<sup>1</sup> El acuerdo de confidencialidad por el que sus partes se obligan a no comunicar a terceros cierta información, ya sea de forma absoluta o, bien, con sujeción a ciertas condiciones o plazos, se utiliza muy comúnmente en la práctica y es la forma habitual que una parte protege la reserva de la información que se entrega a otra. Hay casos en que no es necesario suscribir este acuerdo por cuanto la confidencialidad encuentra su fuente en otra clase de deberes como, por ejemplo, la entrega de información a un abogado externo de la compañía o a funcionarios de las entidades reguladoras.

<sup>2</sup> Una carta de intención es un documento que, en principio, no es vinculante, en el que se expresa un acuerdo preliminar sobre ciertos términos y condiciones de una futura transacción. Es ampliamente utilizado en diversos contextos, no solo comerciales, sino, también, diplomáticos y, en particular, en la adquisición de empresas.

<sup>3</sup> ALCALDE y GUERRERO (2024), p. 688, SALAH (2005), p. 40. Sobre las distintas fuentes del deber de secreto y su heterogénea técnica normativa, FARRANDO (2001), pp. 42-47.

sistematización. Para lograr este objetivo, se utilizará como punto de referencia la negociación orientada a la adquisición de una empresa. Al tratarse de una operación sofisticada sometida a etapas que la práctica ha estandarizado, la adquisición de una empresa permite observar que el flujo de información corporativa no se presenta compartimentado en categorías discretas, sino en una escala de matices que exigen indagar las fronteras entre la reserva y la divulgación.

La hipótesis de este artículo es que la información a que tiene acceso el directorio está afecta a un deber general de reserva, respecto del cual el deber de divulgar constituye una excepción articulada sobre supuestos de hecho coherentes entre sí y que forman cierta continuidad, pues encuentran como fundamento común la existencia de un interés general en el correcto funcionamiento del mercado de valores; y que, a su vez, el deber de divulgar reconoce como contraexcepción un deber especial de reserva, articulado sobre supuestos de hecho coherentes que forman una continuidad justificada en la presencia de un peligro calificado al interés social.

Basta una rápida revisión de los títulos II y III de la LMV para constatar la importancia capital de la información en el mercado de valores. Como advierten James Cox, Robert Hillman y Donald Langevoort, saber si una transacción debe o no informarse es probablemente la habilidad más importante que un abogado corporativo puede adquirir<sup>4</sup>. La necesidad de aclarar el alcance de los deberes de información se refleja en una abundante jurisprudencia administrativa, que será citada en estas páginas. Sin embargo, y pese a la publicación de varios trabajos sobre uso de información privilegiada (en especial desde el punto de vista penal), no existe en Chile un tratamiento monográfico acerca del modo en que se condicionan los deberes de reserva y de divulgación que contemplan las normativas de sociedades anónimas y de valores. Este estudio tiene prioridad sistemática, pues, como se indicará, la regla general es la reserva, la divulgación es la excepción y el hecho reservado (constitutivo de información privilegiada) es la contraexcepción; y tiene, también, una prioridad metodológica, pues el derecho penal presupone una comprensión de la norma prepenal que, en buena medida, está todavía pendiente.

Este trabajo utilizará primordialmente el método dogmático propio de la ciencia del derecho. Reconociendo las diferencias entre la aproximación del derecho societario y del derecho del mercado de valores, se procurará encontrar soluciones coherentes con el estado actual de la legislación en uno y otro ámbito, pues el destinatario de las normas es el mismo: el directorio. Una referencia a la práctica se demuestra imprescindible, y por eso se prestará especial atención a la jurisprudencia administrativa de la CMF. Asimismo,

<sup>4</sup> COX, HILMANN & LANGEVOORT (1997), p. 52.

será preciso observar legislaciones extranjeras, pues este es un sector de la regulación sensible a su influencia. Por un lado, los deberes de divulgación en Chile tienen elementos más afines a la normativa europea. Así, la necesidad de difundir hechos esenciales (art. 9.º de la LMV) encuentra un paralelo en el derecho eurocomunitario, pero es comprendido de forma distinta en Estados Unidos<sup>5</sup>, donde la información al regulador debe ajustarse a los ítems descritos en formularios que él aprueba<sup>6</sup>; del mismo modo, el modelo de sanción al uso de información privilegiada es también de matriz europea<sup>7</sup>. En particular, se revisará la legislación española, no solo por afinidad con su tradición, sino porque comparte con Chile el carácter concentrado de la estructura de propiedad de sus sociedades abiertas. Al mismo tiempo, la evidente influencia de la práctica estadounidense sobre fusiones y adquisiciones en el medio chileno invita a tener a la vista esa experiencia.

Este artículo se desarrolla del siguiente modo. En primer lugar, se sientan algunas premisas fundamentales acerca de los deberes de los administradores en relación con la información de la compañía. (II). Enseguida, se busca determinar cuándo la información que poseen los administradores deja el ámbito de la reserva y cae bajo el deber de divulgación. Se examinan en particular tres situaciones, elegidas por su relevancia en el contexto de la adquisición de una empresa: el hecho esencial, la información que debe comunicarse antes de la celebración de juntas de accionistas y el deber de informar tomas de control. (III). Luego, se examina la frontera entre el deber de divulgar y el deber especial de reserva, este último como una contraexcepción de aquel, junto con la delimitación temporal del hecho reservado. (IV). A continuación, se estudian los deberes de reserva y divulgación en el contexto de una adquisición de una empresa por parte de una sociedad anónima abierta, tratando de dar algunos criterios específicos que permitan dar mayor certeza acerca de las obligaciones que se generan para los directores de sociedades anónimas abiertas respecto de la información sobre la adquisición de una empresa (V). El trabajo finaliza con unas conclusiones.

---

<sup>5</sup> ENRIQUES & GILOTTA (2014), p. 11.

<sup>6</sup> Se trata del Form 8-K, diseñado –entre otras funciones– para cumplir con las exigencias de la section 13 of the Securities and Exchange Act of 1934. El formulario ha evolucionado en el tiempo, desde un listado de hechos concretos que deben ser divulgados hasta la incorporación de términos evaluativos como *material* (que puede traducirse por ‘esencial’) tras la dictación de la Sarbanes-Oxley Act de 2002: WARMUS (2006), pp. 887-890. Hoy el formulario 8-K incluye un “otros” (*other events*), pero solo como una forma de canalizar la difusión voluntaria de información bajo parámetros de equidad (*fair disclosure regulation*), no con el objetivo de ampliar indefinidamente el objeto de la divulgación obligatoria.

<sup>7</sup> Por todos, PUGA (2020), p. 625, nota 870.

## II. DEBERES FIDUCIARIOS E INFORMACIÓN RELATIVA A LA ADQUISICIÓN DE UNA EMPRESA

La actuación de los administradores sociales de una sociedad abierta relativa a la información acerca de un *deal* queda cubierta por sus deberes fiduciarios. No es indiferente para su cumplimiento quién, cuándo y cómo difunde la información que ha de ser divulgada, ni el modo en que se cautela y se levanta la reserva, en los casos en que no corresponda comunicarla al mercado. Como señala Sergio Gilotta:

“el hecho que pueda surgir un conflicto entre la divulgación que se debe realizar en razón del mercado de valores y la necesidad contrapuesta de la compañía de mantener la información confidencial por razones estratégicas y competitivas es algo intuitivo y frecuentemente reconocido en la literatura especializada”<sup>8</sup>.

Este primer apartado establecerá como una premisa, que orientará el resto de este trabajo, que tanto la divulgación como la reserva de información acerca de la adquisición de una empresa, debe realizarse en el mejor interés de los accionistas de la sociedad que administran, considerados como un conjunto y no de forma aislada o segmentada.

### *1. La decisión de divulgar o mantener en reserva es objeto de deferencia, pero no de blindaje*

Enrique Alcalde y Roberto Guerrero sostienen que el directorio reunido en sala legalmente constituida

“es el único con potestad para calificar si [una] determinada información tiene el carácter de esencial para la sociedad que administra”<sup>9</sup>.

En general, el regulador ha sido respetuoso de esa decisión, como puede apreciarse en el caso Enel Américas<sup>10</sup>. Una administradora de fondos de pensiones solicitó a la CMF que se informara de forma pública como hecho esencial la opinión legal acerca de un proyecto de fusión relativo a Enel Américas, conforme con la cual el aumento de capital (y las operaciones para las cua-

<sup>8</sup> GILOTTA (2012), p. 51 (la traducción es nuestra); véase también ENRIQUES y GILOTTA (2014), pp. 27-28.

<sup>9</sup> ALCALDE y GUERRERO (2024), p. 691.

<sup>10</sup> CMF, oficio ordinario n.º 11479. Véase también los casos Concha y Toro y Pitama, descritos en notas 42 y 30 respectivamente.

les este se proponía) no constituían operaciones entre partes relacionadas; en subsidio, la administradora de fondos de pensión solicitaba que esa opinión fuera entregada a los accionistas. La CMF respaldó el criterio de Enel Américas, al afirmar que no hay un deber de proporcionar a los accionistas o al mercado informes legales, pues no constituyen un evento o información capaz de afectar de un modo significativo los activos y obligaciones de la sociedad, como tampoco el rendimiento de sus negocios o de su situación financiera. Se observa que la CMF ratificó que el llamado a calificar la calidad de información o hecho esencial es el emisor (*rectius*, su directorio), debiendo para tal efecto verificar si la información respectiva cumple con lo requerido en la ley y en la normativa dictada por ella, conducta que el directorio de Enel Américas observó de forma satisfactoria.

Sin embargo, la deferencia del regulador no es ilimitada. En el caso FASA, la SVS, antecesora de la CMF, sancionó a ejecutivos que ocultaron información al directorio, pero también a los directores que descansaron en el actuar de esos ejecutivos, por no haber observado la diligencia que exige la ley. La SVS reprochó que, pese a la notoriedad de una supuesta colusión en el mercado relevante del que participaba la compañía y en la que esta habría estado envuelta, de una investigación de la Fiscalía Nacional Económica y de una declaración e información del gerente general, los directores nada hicieron sobre el particular<sup>11</sup>. De esta manera, en ocasiones, la omisión de divulgar un hecho esencial (o de declararlo reservado, como se verá en la siguiente sección) puede ser calificada por el regulador o por el juez como una negligencia de los directores.

La deferencia del regulador respecto de la decisión de informar un hecho esencial recuerda el criterio de deferencia que también se otorga al juicio de negocios de los administradores (*business judgement rule*). Se podría afirmar *mutatis mutandis* que, mientras exista buena fe, se respete el procedimiento previsto con información suficiente y no se verifique un conflicto de interés, el regulador debería abstenerse de cuestionar la decisión del directorio de no divulgar información, aunque su mérito pudiera ser ciertamente cuestionable. Si bien es cierto que, en rigor, aquí no se está frente a una decisión de negocios sino ante el cumplimiento de una norma legal, hay semejanza de razón entre las situaciones. La calificación de la información mediante el estándar de esencialidad exige no solo una decisión prudencial, sino hacer entrar aquella lógica de los negocios, que es extraña para el juez (pues la norma considera esencial aquella información “que un hombre juicioso consideraría importante para sus decisiones sobre inversión”: art. 9.º de la LMV). Si esa información se refiere a un dato que acabaría influyendo de forma sustantiva en la cotización de los valores emitidos por la compañía, se podría

---

<sup>11</sup> SVS, resolución exenta n.º 854 (2009).

suscitar en el juez el mismo sesgo de confirmación que suscita la materialización de un perjuicio al juzgar de un previo juicio de negocios, sesgo que la regla de deferencia busca excluir porque después de la guerra, todos son generales.

En el caso Enel Américas, ¿por qué ciertos informes legales no podrían afectar de forma significativa los activos y obligaciones de una sociedad? La clave fue que los directores se plantearon de forma honesta e informada la trascendencia de los informes y los consideraron de relevancia insuficiente como para calificar de hecho esencial. Del mismo modo, en el caso FASA la sanción no se aplicó sobre la base de que los directores erraron al no calificar como esencial la eventual colusión, sino que ni siquiera se plantearon el problema, lo que impidió que se llevara a cabo una deliberación informada y honesta acerca del punto<sup>12</sup>. En todo caso, aunque se considere que, por no tratarse de una decisión de negocios, el aplicador del derecho no debe observar la estricta deferencia a la decisión del directorio que requiere la *business judgement rule*, debe, por lo menos, guardarle cierto respeto en consideración al fuertemente idiosincrático e incierto contexto en que se adopta, siempre que concurren buena fe, atención y desinterés.

Por lo demás, el deber general de reserva es manifestación, a la vez, del deber de cuidado y del deber de lealtad. En otras palabras, este deber puede infringirse tanto por negligencia como por oportunismo<sup>13</sup>. La deferencia al juicio de los administradores –cualquiera sea su preciso alcance– presupone análisis informado, buena fe y ausencia de conflicto de interés. De este modo, la regla ofrece una protección frente a cuestionamientos a la diligencia del actuar de los directores, no a su lealtad.

## 2. *El interés social orienta las decisiones de mantener en reserva, de informar o de divulgar*

Sea cual fuere el deber relativo a información (guardar en reserva, informar, divulgar) en cualquiera de sus hipótesis (celebración de junta de accionistas, toma de control, hecho capaz de afectar las decisiones de inversión), la decisión del directorio debe tomarse considerando el interés social, esto es, el del conjunto de los accionistas, sin aislarles ni segmentarles en modo alguno.

---

<sup>12</sup> En este sentido, y siguiendo el paralelo con la *business judgement rule*, en el famoso caso Aronson, la Corte Suprema de Delaware estableció que la *business judgement rule* no alcanza a las omisiones del directorio, salvo que dicha omisión sea precisamente una decisión tomada luego de un debido análisis: Aronson v. Lewis (1984). Es la doctrina común: por todos, BAINBRIDGE (2015), p. 123.

<sup>13</sup> SUÁREZ (2015), p. 368.

Como se indicará en los siguientes apartados, estos deberes tienen una distinta función y persiguen intereses también diferentes: no solo el interés social, sino, además, el interés del público inversor –aunque por cierto existe un área de traslape entre una y otra orientación<sup>14</sup>–. El punto es que, aun cuando ciertos deberes relativos a la información no persiguen directa e inmediatamente el interés social, los directores deben cumplirlos de la forma más ecuánime posible para con los accionistas, que son su mandante. No se trata, por lo tanto, de que siempre sea preciso analizar qué beneficia más a los accionistas. El interés social ha de comprenderse no como una pauta para evaluar el mérito de las decisiones, sino en términos procedimentales. Si la información ha de difundirse por exigirlo así el interés social o, bien, un interés superior, la divulgación debe realizarse del modo en que accionistas razonables habrían decidido hacerlo, si hubieran podido representarse el problema y acordar una solución<sup>15</sup>.

De aquí se derivan importantes consecuencias.

Primero, que el criterio con que los administradores deben decidir acerca de la reserva o la comunicación de información social debe poder enunciarse en términos generales y abstractos, de tal modo que, por ejemplo, esas decisiones no sean sensibles a la identidad de las personas involucradas. Aquí es oportuno recordar 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” (art. 39 inc. 3.º de la LSA).

En consecuencia, los deberes de reserva y de información de los directores elegidos por el controlador no son distintos respecto de este accionista que respecto de los demás<sup>16</sup> y, si bien la ley reconoce la facultad de los directores de

<sup>14</sup> Sobre esta sobreposición de las categorías se volverá en el apartado III.3.

<sup>15</sup> Acerca del interés social cabe varias aproximaciones, que hemos expuesto en DÍAZ y MANTEROLA (2020), pp. 228-234; en este lugar defendimos esta forma de entender el interés social. En general, puede asumirse que el concepto se relaciona con la obtención de utilidades en la explotación de su giro, considerando, para ello, entre otros factores, el plazo de vigencia social y los riesgos inherentes al giro, y la participación de los socios en ellas a través de la proporción que les compete según sus estatutos: ALCALDE (2007), pp. 41-47; ZEGERS y ARTEAGA (2004), p. 245. Naturalmente, se trata del interés de la sociedad administrada por el directorio, no del grupo empresarial en que se integra: SVS, oficio ordinario n.º 11906 (2016). Así se ha entendido, incluso, en legislaciones que permiten mantener en reserva información que puede perjudicar a “sociedades vinculadas”: MARTÍNEZ (2015), p. 209.

<sup>16</sup> FARRANDO (2001), pp. 99-101; SÁNCHEZ (2005), pp. 202-205. Así, la SVS ha resuelto que un accionista no puede “mandatar” a un director para que este requiera información sujeta a reserva, y luego compartirla con un tercero, con independencia de que el tercero haya suscrito con el accionista “mandante” un acuerdo de confidencialidad: SVS, oficio ordinario n.º 4418 (2014). Véase, no obstante, lo argumentado en el apartado IV.1.

una matriz para requerir ciertas informaciones de su filial (art. 90 de la LSA), asistir a sus directorios e imponerse del contenido de sus libros y antecedentes (art. 92 de la LSA), como anota Matías Zegers, es información que debe utilizarse solo para los fines para los que se concede esta facultad (como la consolidación de estados financieros o la preparación de la memoria para los accionistas de la filial)<sup>17</sup>.

Segundo, la divulgación o reserva siempre debe efectuarse de un modo equitativo, que beneficie a todos los accionistas y, si es el caso, también al mercado en general, sin distinción. La divulgación y la reserva entran en conflicto en la medida en que la información que la compañía desea mantener confidencial es la que los inversionistas requieren; “mientras mayor sea la superposición de ambas, mayor será, a su vez, la magnitud de la tensión y su relevancia”<sup>18</sup>. Para este objetivo la legislación ofrece canales que garantizan igualdad en términos de condiciones de acceso y simultaneidad en la toma de conocimiento: la necesidad de comunicar los hechos esenciales y tomas de control a través de la CMF, la regulación de la información previa a la junta y las reglas de la OPA.

Cabe señalar aquí las disposiciones de la NCG n.º 30 relativas a la “información de interés”, establecidas por la CMF. Se entiende por:

18

“información de interés toda aquella que sin revestir el carácter de hecho o información esencial sea útil para un adecuado análisis financiero de las entidades, de sus valores o de la oferta de éstos. Se entenderá dentro de este concepto, por ejemplo, toda aquella información de carácter legal, económico y financiero que se refiera a aspectos relevantes de la marcha de los negocios sociales, o que pueda tener un impacto significativo sobre los mismos” (sección II, 2.2.C).

Lo importante para este punto es que la CMF obliga, salvo cierta excepción, a que cuando este tipo de información se divulgue a un grupo determinado del mercado, deba ser difundida al mercado en general al tiempo de ser entregada al grupo específico de que se trate. Más que una excepción al deber general de reserva, la regla relativa a la información de interés busca emparejar el acceso a la información que entrega la compañía, evitando que existan grupos con acceso privilegiado a ella. Esto resulta coherente con que toda divulgación, motivada en el interés social o, bien, en intereses generales, debe realizarse de un modo lo más respetuoso posible para con el interés social.

Si al adoptar decisiones relativas a información, los administradores están en el ámbito de los deberes fiduciarios y han de orientar su conducta

<sup>17</sup> ZEGERS (s.d.), capítulo IV.

<sup>18</sup> GIROTTA (2012), p. 52.

por el interés social, se comprende que carecen de relevancia los acuerdos privados que persigan modularlas. Un directorio que comunica información social a un tercero, bajo pretexto de que este se halla obligado por un NDA, por regla general no deja por esto de infringir el deber de reserva<sup>19</sup>. Del mismo modo, un directorio que omite difundir información esencial consistente en negociaciones orientadas a la adquisición de una empresa (en el supuesto que dichas negociaciones deban ser informadas como hecho esencial), no deja de infringir su deber de divulgar por el solo hecho de haber suscrito un NDA con la contraparte. Así como un acuerdo privado es inidóneo para rebajar el estándar de responsabilidad de los administradores sociales<sup>20</sup>, del mismo modo un NDA es inidóneo para justificar la comunicación o la reserva de información: es la materia misma –valorada de forma prudencial por el directorio– lo que justifica el tratamiento que se le pretenda dar<sup>21</sup>. En el caso Pampa Calichera, una empresa *target* comunicó como hecho esencial que su directorio accedió a la solicitud efectuada por su matriz de proporcionar antecedentes de la filial para ser compartidos en un *data room* virtual, así como que solicitó a su propia filial antecedentes similares, todo ello como parte de la auditoría legal previa a la venta de acciones de esa compañía. Luego, su gerente efectuó una serie de consultas a la entonces SVS, acerca de si era correcto comunicar aquella información, previa suscripción de un NDA por parte de quienes accederían al *data room*. La respuesta de

19

---

<sup>19</sup> Fuera del caso establecido por el art. 80 del RSA o, conforme a lo establecido por la NCG n.º 30, cuando se trate de información de interés no divulgada y proporcionada a un tercero bajo confidencialidad con el objetivo de cumplir alguna regulación de tipo legal o una relación de tipo contractual (sección II, 2.2.C). Desde luego, los NDA celebrados al proporcionar información sensible a un tercero adquirente no caen bajo la regla del art. 80 del RSA, pues, en el contexto de la adquisición de una empresa, los directores no comunican información social “solamente para una correcta interpretación y análisis de la información recibida y dar cabal cumplimiento a su deber de diligencia”, como pide la norma. Así se ha resuelto: SVS, oficio ordinario n.º 21197 (2016) (el hecho esencial es de fecha 30 de marzo de 2016, y puede consultarse en el sitio web de la CMF), reiterado en SVS, oficio ordinario n.º 22766 (2016) y SVS, oficio ordinario n.º 4418 (2014). Respecto de lo regulado en el art. 80 inc. 2.º del RSA, la SVS ha determinado que constituye una excepción que el director debe ponderar de acuerdo con la situación del caso y utilizarla si, a su juicio, ello es necesario para el debido cumplimiento del deber de diligencia, previa firma con el tercero de un acuerdo de confidencialidad; que, en caso de que exista una divulgación por parte del tercero, ante la sociedad el director será el responsable (no el tercero); y que el director no puede ser mandatado por accionistas para solicitar información social: SVS, oficio ordinario n.º 4418 (2014).

<sup>20</sup> Se entiende que con eficacia general: un accionista particular puede modular esa responsabilidad e, incluso, renunciar a sus propias acciones, con el solo límite de no condonar el dolo futuro.

<sup>21</sup> No nos pronunciamos en este trabajo acerca del tratamiento que debiera recibir la infracción a un NDA efectuada en cumplimiento de los deberes de divulgar.

la SVS se movió en la línea de lo que se expondrá enseguida: toda la información social es objeto de reserva, salvo que deba divulgarse como hecho esencial, mientras que los NDA son irrelevantes para efectuar esta calificación<sup>22</sup>.

### III. LAS FRONTERAS ENTRE EL DEBER GENERAL DE RESERVA Y EL DEBER DE DIVULGAR

En la sección anterior se sentaron dos premisas fundamentales: las decisiones del directorio relativas a la información merecen cierta deferencia de parte del aplicador del derecho, aunque eso no las blindas de cuestionamiento; y el interés social, sea o no el fundamento de los deberes relativos a la información, siempre orienta el modo en que se cumple esos deberes. Con esto en mente puede abordarse el modo en que se relacionan la reserva y la divulgación. A continuación, se propone que el punto de partida es la reserva de la información, frente a la cual los deberes de divulgar constituyen una excepción; se explora el diverso fundamento que tiene el deber general de reserva y se analizan, en particular, los tres deberes de divulgación.

20

#### *1. La regla general de la reserva y las excepciones de divulgación*

En la legislación chilena, la regla general es que toda la información de la sociedad a que tiene acceso el directorio queda sujeta a un deber general de reserva<sup>23</sup>. El art. 43 de la LSA establece:

<sup>22</sup> SVS, oficio ordinario n.º 21197 (2016).

<sup>23</sup> PUGA (2020), p. 606; BARROS (2020), p. 946. Así lo han entendido la SVS, por ejemplo, en oficio ordinario n.º 3109 (2017) y, de forma más confusa, en oficio ordinario n.º 21197 (2016) y la CMF, oficio ordinario n.º 39916 (2023). La tendencia comparada, como anota Juan Esteban Puga en el pasaje citado, es dotar a los accionistas de mayores derechos de información. Incluso, en España el derecho a la información de los accionistas se ha considerado tradicionalmente la regla general, mientras que el deber de secreto de los administradores es de introducción más reciente: MARTÍNEZ (2015), pp. 189-190; SÁNCHEZ (2005), p. 197. Así, Fernando Sánchez presenta el deber de reserva de los miembros del consejo de administración en la sociedad de capital española como “uno de los límites del derecho de información”: SÁNCHEZ (2005), p. 197. En esta línea, el art. 197 de la LSC ofrece amplios derechos para requerir información antes o durante la junta, salvo que “sea innecesaria para la tutela de los derechos del socio, o existan razones objetivas para considerar que podría utilizarse para fines extrasociales o su publicidad perjudique a la sociedad o a las sociedades vinculadas”. Las consecuencias indeseables que se siguen de reconocer un derecho de información tan amplio conducen a restringirlo, no solo mediante excepciones legales en el mismo art. 197 de la LSC, sino, también, por entrar en conflicto con el deber de reserva o por la vía de

“los directores están obligados a guardar reserva respecto de los negocios de la sociedad y de la información social a que tengan acceso en razón de su cargo y que no haya sido divulgada oficialmente por la compañía”.

El art. 136 del RSA permite al 10 % de los accionistas con derecho a voto formular propuestas y comentarios antes de la junta, pero no solicitar información adicional a la exigida por la ley<sup>24</sup>.

El deber de reserva está establecido en favor de los accionistas<sup>25</sup>. Esto parece contraintuitivo, porque los directores no pueden revelar la información relevante ni a los propios accionistas<sup>26</sup>. Sin embargo, el deber busca proteger a la compañía (esto es, al conjunto de los accionistas) de un doble modo. Por una parte, la comunicación de información social permite que terceros, por ejemplo, competidores, hagan de ella un uso que dañe los intereses de la compañía; desde este punto de vista, la reserva es manifestación del deber de diligencia que debe ejercerse en miras del interés social. Por otra parte, la comunicación de información a terceros, pero de modo especial a algunos accionistas, impide a los demás acceder de forma equitativa a los flujos de la sociedad. Y es que la distracción de esos flujos hacia el controlador y en perjuicio de los no controladores se realiza no solo mediante el desvío de activos, sino, también, dispensando información, que podrá ser utilizada para aprovechar oportunidades de negocio (o dejarlas pasar), transar valores (o dejar de hacerlo) o de otras formas todavía más sutiles<sup>27</sup>. Los

21

---

señalar límites immanentes a su ejercicio: FARRANDO (2001), pp. 181-182; MARTÍNEZ (2015), pp. 190 y 205.

<sup>24</sup> En este sentido, la SVS ha sido consistente en el sentido de que los documentos que la sociedad está obligada a exhibir al accionista solo son la “memoria, balance, inventario, actas, libros y los informes de los auditores externos y, en su caso, de los inspectores de cuentas”, por lo cual la sociedad no tiene la obligación de facilitar la exhibición o de copia de contratos celebrados por la sociedad, véanse: SVS, oficio ordinario n.º 22424 (2009); SVS, oficio ordinario n.º 16606 (2010) y SVS, oficio ordinario n.º 19145 (2008).

<sup>25</sup> En la legislación española, este deber general de reserva es tratado como una manifestación del deber de lealtad. El vigente art. 228 letra b) de la LSC reconoce el deber de secreto como un corolario del deber de lealtad: “en particular, el deber de lealtad obliga al administrador a b) Guardar secreto sobre las informaciones, datos, informes o antecedentes a los que haya tenido acceso en el desempeño de su cargo, incluso cuando haya cesado en él, salvo en los casos en que la ley lo permita o requiera”. Véase FARRANDO (2001), p. 85.

<sup>26</sup> Como ha resuelto la SVS en oficio ordinario n.º 3109 (2017), y –de forma más discutible– en oficio ordinario n.º 12540 (2017).

<sup>27</sup> PAZ-ARES (2015), pp. 46 y 51; en Chile, respecto del uso de información privilegiada, ISLAS y LAGOS (2020), pp. 68-70, y respecto de la colocación de acciones de nueva emisión sobrevaloradas (*market timing*), LARRAÍN y URZÚA (2013), pp. 663-664. Puede discutirse si el desvío de información de la sociedad a su controlador constituye en sí mismo *tunneling* o solo es un medio que facilita las verdaderas conductas de *tunneling*, esto es, el desvío de

accionistas tienen un interés en estar por igual a ciegas; desde este otro ángulo, la reserva es manifestación del deber de lealtad<sup>28</sup>.

El deber general de reserva reconoce excepciones. El art. 46 de la LSA señala:

“el directorio deberá proporcionar a los accionistas y al público, las informaciones suficientes, fidedignas y oportunas que la ley y, en su caso, la Comisión determinen respecto de la situación legal, económica y financiera de la sociedad”.

En varios casos la ley exige difundir información social. En el contexto de la adquisición de empresas, interesan tres situaciones en particular: el “hecho esencial” (art. 9.º de la LMV), la información a que tienen derecho los accionistas antes de la celebración de una junta (art. 54 de la LSA) y la necesidad de informar de forma previa las tomas de control (art. 54 de la LMV)<sup>29</sup>. En estas tres situaciones, el deber general de reserva es sustituido por un deber de divulgación, regulado con distinta técnica<sup>30</sup>.

Las hipótesis, aunque distintas, deben coordinarse. Enrique Barros reconoce que, en líneas generales, la LMV y la LSA ponen énfasis diferentes en materia de información: en la LMV, el acento está en la publicidad y en el abuso de la información privada a efectos de transacción de valores, mientras

---

activos y de oportunidades de negocio, tal como las describen JOHNSON, LA PORTA, LÓPEZ-DE-SILANES & SHLEIFER (2000), p. 22-23. La discusión puede ser solo semántica si se conviene en que se trata de distintas formas de deslealtad; nótese, de todas formas, que desviar oportunidades de negocio no es otra cosa que utilizar en provecho propio información generada o accedida en el ámbito de la compañía, acerca de una oportunidad de negocio.

<sup>28</sup> SUÁREZ (2015), p. 368. Si el deber general de reserva es una manifestación del deber de lealtad, resulta sorprendente que la SVS resolviera que ni la unanimidad de la junta de accionistas puede levantar la reserva de un acta de sesión de directorio: oficio ordinario n.º 12540 (2017).

<sup>29</sup> Como se indicará más adelante, la adquisición mediante OPA se rige, de acuerdo con el art. 54 B de la LMV, exclusivamente lo dispuesto en el título xxv de esta ley.

<sup>30</sup> Esto no quiere decir que los deberes de divulgación sean idénticos, ni –por ejemplo– que lo que sea esencial en estados financieros deba considerarse como hecho esencial. En el caso Pitama, una asociación de canalistas consultó a la SVS acerca de la eventual omisión, por parte de la Sociedad Concesionaria Rutas del Pacífico S.A., de comunicar como hecho esencial la medida precautoria de retención de bienes que la asociación había obtenido, aunque los mencionados juicios se habían informado en los estados financieros trimestrales. La concesionaria, por su parte, consideró que el monto comprometido no afectaba en forma significativa la cuenta de activos corrientes, ni su rendimiento o situación financiera y, en consecuencia, no ameritaba la comunicación de un hecho esencial. La SVS corroboró esta decisión, pues era suficiente que la información se encontrara en una nota de los estados financieros actualizados en la respectiva FECU: oficio ordinario n.º 16858 (2015). El argumento supone –correctamente a nuestro juicio– que una información que no es esencial en el sentido del art. 9.º de la LMV puede ser relevante para efectos de los estados financieros trimestrales.

que la LSA busca proteger los intereses de la compañía y de sus accionistas, lo que explica su intensidad en la reserva<sup>31</sup>. Desde luego, esta diferencia en los propósitos de cada regulación debe tenerse presente. Sin embargo, agrega el mismo autor:

“puede ocurrir que una información relevante aun no sea hecho esencial en los términos de la Ley de Valores [...]. En tal evento, los directores y gerentes no pueden actuar selectivamente en la divulgación de esos hechos: o bien están sujetos al deber de reserva que les impone la Ley de sociedades anónimas, o bien difunden la información en los términos previstos por la Ley de valores, que garantiza el acceso a todo el público a la información determinante en decisiones de negocios”<sup>32</sup>.

Al directorio le interesa saber si la información debe difundirse o mantenerse en reserva. Si acaso esta es una exigencia del derecho de sociedades, emanada de su posición fiduciaria, o del derecho del mercado de valores y que exige gestionar la información de forma equitativa, es algo que le puede tener sin cuidado. Es preciso, primero, conocer el detalle de cada deber de divulgación y, segundo, someterlos junto con el deber general de reserva a sistematización.

23

## 2. Análisis de tres deberes de divulgación

El primero y más general de los supuestos de divulgación es el deber de comunicar al mercado el hecho esencial. El art. 9.º inc. 2.º de la LMV establece: “se entiende por información esencial aquella que un hombre juicioso consideraría importante para sus decisiones sobre inversión”. La frontera entre el deber general de reserva y este deber de divulgación se traza mediante un estándar construido sobre la base de dos elementos: el “hombre juicioso” y lo que es “importante para sus decisiones sobre inversión”. Mientras el primer elemento sugiere un modelo de conducta abstracto, el segundo incorpora un componente profesional, que remite a la *lex artis* de la gestión de inversiones. Hay un tercer elemento: el directorio ha de conducirse como lo haría el hombre juicioso y experto que administra no cualquier negocio, sino los suyos propios (modelo *quam in suis*); el art. 9.º inc. 2.º de la LMV no lo expresa (lo que son tuyas no son las inversiones, sino las decisiones de inversión), pero parece sugerirlo<sup>33</sup>.

<sup>31</sup> En el mismo sentido, ALCALDE y GUERRERO (2024), p. 690.

<sup>32</sup> BARROS (2020), p. 947.

<sup>33</sup> En cambio, se ha relacionado la descripción del art. 9.º de la LMV con la culpa levisísima del art. 44 del *Código Civil*: SALAH (2005), p. 41, MARDONES (2022), p. 405. Sobre las

El criterio del art. 9.º de la LMV es reiterado en la NCG n.º 30, que agrega:

“en la calificación de la información como hecho esencial se debe considerar, entre otros, aquellos eventos que sean capaces de afectar en forma significativa, por ejemplo, a: (i) los activos y obligaciones de la entidad; (ii) el rendimiento de los negocios de la entidad; y (iii) la situación financiera de la entidad” (NCG n.º 30, sección II.I, 2.2.A.1).

Aunque la NCG es explícita al señalar que esta indicación no es excluyente<sup>34</sup> y, aunque el art. 43 de la LSA y otros pasajes de las leyes se refieren a “situación legal, económica y financiera”, se asocia el hecho esencial a información de carácter financiero. Esta podría parecer una aplicación algo estrecha de aquella *lex artis* a que el art. 9.º de la LMV se remite, que naturalmente comprende no solo información financiera, sino, además, comercial, tecnológica, jurídica, etc., pero considerada desde un punto de vista solo financiero.

También se exige del directorio la divulgación de negocios e información social antes de la celebración de una junta. El art. 54 de la LSA permite a los accionistas, durante los quince días anteriores a la fecha señalada para la junta, consultar “memoria, balance, inventario, actas, libros y los informes de los auditores externos y, en su caso, de los inspectores de cuentas”, en las oficinas donde opere la administración de la sociedad<sup>35</sup>. Pensamos que el

---

distintas formas de configurar un estándar de responsabilidad, véase la descripción de BADOSA (1987), pp. 77-79. En esta obra fundamental, su autor dedica varias secciones a cada uno de estos modelos.

<sup>34</sup> Otro es el acercamiento de la SEC estadounidense al diseñar el Form 8-K. Véase la nota 6.

<sup>35</sup> Con respecto a este art. 54 de la LSA, la SVS representó a una sociedad por entregar a un accionista copia de un acta de directorio en un periodo distinto del allí previsto, indicando que solo podría haberlo hecho dentro de la ventana de quince días: oficio ordinario n.º 30979 (2016). En el oficio ordinario n.º 29237 (2017), se pregunta a la SVS si las normas de libre competencia limitan el derecho del accionista de los arts. 54 de la LSA y 135 del RSA. Señala el regulador que para el caso en que un accionista de sociedad anónima abierta, que tenga, a la vez, la calidad de competidor de la misma o de algunas de sus filiales, solicite revisar los libros sociales de cualquiera de ellas, la introducción de las nuevas disposiciones en materia de libre competencia no podrá suponer una restricción *a priori* del derecho a ser informado en los términos establecidos por los arts. 54 de la LSA y 135 del RSA. Con todo, agrega la SVS, a fin de compatibilizar el ejercicio armónico de los derechos establecidos a favor de los accionistas, deberá estarse siempre a lo establecido en el art. 30 de la LSA, en cuanto los accionistas deben ejercer sus derechos sociales respetando los de la sociedad y los de los demás accionistas. Creemos que esta obligación de divulgación de información a que está sujeta una sociedad anónima solo puede exigirse, como recordaba

sesgo de la CMF deviene de la ley, la que exige difundir información principalmente financiera, que es la que aquellos instrumentos pueden ofrecer<sup>36</sup>. Aunque la LSA describe esta regla como un derecho de los accionistas, de lo que podría inferirse que esta información se comunica en su beneficio<sup>37</sup>, en el caso de las sociedades abiertas le da una proyección más amplia<sup>38</sup>. Así, se exige no una simple comunicación, sino la divulgación de la memoria (y, como parte de ella, el resto de los antecedentes financieros) por su publicación en el sitio de internet de la compañía, donde podrá consultarse con posterioridad a la celebración de la junta ordinaria (art. 54 inc. final de la LSA; también debe publicarse la memoria de las filiales en el sitio de internet de la matriz, si esta última es abierta: art. 135 de la RSA)<sup>39</sup>.

En cuanto a la forma de la regla, en lugar de un estándar como el del art. 9.º de la LMV, el art. 54 de la LSA parece optar por una regla de trazado nítido para delimitar el contenido de este derecho<sup>40</sup>. Así lo ha entendido la

---

la entidad fiscalizadora, respetando los derechos de la sociedad (art. 30 de la LSA). Un ejercicio ilegítimo de este derecho –es decir, que expone a la sociedad a un riesgo calificado– debería ser cualificado por el directorio hecho reservado, en miras del interés social, como se expondrá en el apartado IV.1. Véase, en fin, SVS, oficio ordinario n.º 12540 (2017).

<sup>36</sup> Esta exigencia tiene un antecedente directo de la misma redacción original del *Código de Comercio*, el cual en el inciso final del art. 461 establecía: “el balance, inventario, actas, libros i demás piezas justificativas de la memoria serán depositadas en la oficina de la administración ocho días antes del señalado para la reunión de la asamblea jeneral”. Y agregaba el art. 462 del mismo *Código*: “los accionistas no podrán examinar la contabilidad de la administración sino en el término que indica el inciso final del artículo precedente”. Pareciera que este plazo fue tomado del *Código de Comercio* ruso, probablemente consultado en la concordancia de Saint-Joseph: BRAHM (2000), p. 439. Del contexto se desprende que “libros” solo pueden ser los de contabilidad y no, por ejemplo, el libro de actas de sesiones del directorio. No obstante, véase lo indicado en SVS, oficio ordinario n.º 30979 (2016), descrito en la nota precedente.

<sup>37</sup> Véase también SVS, resolución exenta n.º 150 (2010).

<sup>38</sup> De manera parecida, Maite Martínez advierte el diverso alcance que tiene, en la regulación general y en la de las sociedades cotizadas, el derecho de pregunta de los accionistas en la junta (art. 197 de la LSC). Mientras en la primera el derecho persigue ilustrar el ejercicio del voto, en las segundas se trata –además– de informar al público inversor: MARTÍNEZ (2015), pp. 184-185. No obstante, una jurisprudencia reciente –que la autora problematiza– le reconoce al derecho a pregunta previsto en las reglas generales la función más amplia de disciplinar la actividad de los administradores: MARTÍNEZ (2015), pp. 196-198.

<sup>39</sup> Si bien los textos normativos indican que la información deberá estar disponible “durante los quince días anteriores a la fecha señalada para la junta de accionistas” y que “los accionistas sólo podrán examinar dichos documentos en el término señalado” (art. 54 inc. 1.º de la LSA, en el mismo sentido que el art. 135 del RSA), no se acostumbra bajar las memorias una vez realizada la junta, sino que quedan visibles en el sitio de internet. Y tiene sentido, porque la difusión a través de este medio es de tal entidad que bajar los contenidos del sitio no impediría que las memorias sigan circulando en internet, solo que a través de medios informales.

<sup>40</sup> Sobre la regulación societaria basada en reglas de trazado nítido, BLACK & KRAAKMAN (1996), p. 1916.

SVS, al resolver que un accionista competidor de la emisora no puede exigir la exhibición de documentos distintos de los allí indicados, tales como contratos o facturas, de suyo innecesarios para ilustrar el voto en la junta<sup>41</sup>. Con todo, la CMF modula los contenidos mínimos de la memoria –especialmente de los aspectos no financieros y de carácter prospectivo– con estándares. Así, en la sección “gestión de riesgos” se deberá describir cómo la entidad integra en sus actividades un marco de gestión de riesgos y de control interno, en especial, mencionando que:

“los riesgos y oportunidades que la entidad hubiere determinado pudieran afectar *de manera material* el desempeño de sus negocios y su condición financiera, describiendo el impacto de aquellos tanto en el desarrollo de sus actividades, como en su estrategia y planificación financiera, y la resiliencia del modelo de negocios ante la materialización de los mismos” (NCG n.º 30, sección II.I, 2.1.C.2.3.6; destacado añadido)<sup>42</sup>.

El tercer supuesto del deber de divulgación que aquí interesa es la necesidad de comunicar al mercado la intención de adquirir una sociedad abierta, en los casos en que dicha adquisición se encuentre exenta de OPA (cuyo régimen, por cierto, también envuelve deberes de divulgación). Conforme con el art. 54 de la LMV, “toda persona que, directa o indirectamente, pretenda tomar el control de una sociedad anónima abierta [...] deberá previamente informar tal hecho al público en general”. El inc. 2.º agrega que la comunicación deberá efectuarse:

“a lo menos, con diez días hábiles de anticipación a la fecha en que se pretenda perfeccionar los actos que permitan obtener el control de la sociedad anónima respectiva y, en todo caso, tan pronto se ha-

<sup>41</sup> SVS, resolución exenta n.º 150 (2010), n. 10.2.

<sup>42</sup> En el caso Concha y Toro, un tercero afirmó al regulador que esta sociedad no divulgó como hecho esencial la solicitud de una concesión de exploración minera superpuesta a una propiedad de la compañía, a pesar de que ya ha ejercido labores de catar y cavar en el lugar. La sociedad respondió que dichas labores no revisten la calidad de hecho esencial por cuanto, en ningún caso, afectan significativamente los activos y obligaciones de la compañía, como tampoco el rendimiento de sus negocios o su situación financiera. En su pronunciamiento, la CMF se remite a la NCG n.º 30 para resolver en el sentido indicado por la emisora: CMF, oficio ordinario n.º 32696 (2018). La CMF considera, de este modo, que la tramitación de esa concesión minera no era suficiente, aunque en su tipología la NCG comprende también “contingencias que puedan afectar significativamente, en forma positiva o negativa, los activos y/o patrimonio de la empresa, tales como juicios, reclamos por actividades monopólicas, conflictos laborales [...] u otros hechos similares”.

yan formalizado negociaciones tendientes a lograr su control o tan pronto se haya entregado información o documentación reservada de esa sociedad”<sup>43</sup>.

Esta regla tiene varias peculiaridades. A diferencia del hecho esencial y del contenido de la memoria, en que el alcance del deber de divulgar es modulado a través de estándares y limitado con la posibilidad de declarar el hecho como reservado, aquí el legislador parece dar por sentado que la toma de control de una sociedad abierta es siempre información relevante, “que un hombre juicioso consideraría importante para sus decisiones sobre inversión” y, por ello, ordena su revelación al mercado sin salvedades.

Además, la regla asume que el hecho no aparece de súbito, sino por etapas, e intenta delimitar cuándo se activa el deber de divulgarlo. El art. 54 inc. 2.º de la LMV utiliza dos límites. Ante todo, la difusión debe efectuarse con una antelación mínima de diez días. El plazo es bastante breve, y el *dies a quo* se fija en una etapa avanzada de la operación: la “perfección” de los actos que permiten tomar el control parece aludir a la celebración del contrato de compraventa o a la adopción de los acuerdos de fusión, en su caso. Esto daría lugar a una divulgación que podría ser bien tardía si no fuera porque debe tener lugar, en todo caso, tan pronto se verifique cualquiera de las dos situaciones siguientes: la formalización de las negociaciones o la entrega de información reservada. Conjugando estos límites temporales se comprende que, aunque la redacción de la norma se refiere a quien “pretenda tomar el control”, no se publican meras pretensiones o intenciones, sino una concreta negociación tendiente a lograr su control en el curso de la cual o, bien, se ha celebrado un acto que las formalice o, bien –todavía más delicado–, se ha producido una revelación de información reservada de la compañía a la contraparte<sup>44</sup>.

27

---

<sup>43</sup> En las tomas de control de sociedades abiertas, existe un plazo entre la comunicación al mercado y el cierre de la operación. En este caso, sin OPA, es de diez días hábiles; la NCG n.º 104 dispone que esta información debe divulgarse “tan pronto se hayan iniciado negociaciones tendientes a lograr el control” aun cuando todavía no se conozcan todos los detalles, y una segunda comunicación complementaria con la antelación mínima de los diez días (sección 1.2). En el caso de la OPA, el art. 205 de la LMV establece que el plazo de la oferta debe moverse entre un mínimo de veinte días y un máximo de treinta días. Esto es usual en las regulaciones comparadas. Por ejemplo, HAZEN (2002), p. 494, menciona que las ofertas públicas de adquisición de valores de Estados Unidos contemplan un periodo de espera (*waiting period*) entre el registro del prospecto (*registration statement*) y la fecha efectiva de la oferta.

<sup>44</sup> Sobre esto último se volverá en el apartado v.1.

### 3. Fundamentos del deber general de reserva y de los deberes de divulgación

El análisis efectuado en la sección anterior permite sistematizar mejor los deberes relativos al tratamiento de la información. Los supuestos de divulgación analizados se justifican porque la ley reconoce que al directorio también compete la salvaguarda de intereses generales asociados al correcto funcionamiento del mercado de valores. El sistema de precios se alimenta de información que, en parte, solo ellos están en posición de proporcionar<sup>45</sup>.

Es verdad que la divulgación puede servir además a los intereses de los accionistas de la propia compañía, en cuanto refuerza mecanismos de carácter societario asociados al cumplimiento de los deberes fiduciarios de los administradores sociales y a la prevención del oportunismo del controlador<sup>46</sup>. Pero esta no parece ser su función primaria, porque deberes de divulgación como los aquí analizados no se refieren a hechos que típicamente estén asociados al cumplimiento de deberes fiduciarios. Es claro, por poner un ejemplo, que la formalización de negociaciones tendientes a la toma de control de una sociedad abierta debe informarse por su incidencia en la cotización de los valores de la *target*, y no porque sus administradores puedan hallarse en conflicto de intereses<sup>47</sup>.

28

También es cierto que el incumplimiento de los deberes de divulgación, como cualquier otra infracción regulatoria, puede destruir el valor de la compañía y lesionar el interés de los accionistas, especialmente a largo plazo. Desde luego, no pueden los administradores sociales vulnerar la ley a pretexto de perseguir el interés social. Pero el hecho de que la infracción a una norma perjudique de alguna forma a los accionistas no significa que el fundamento de esa norma sea la protección a los accionistas. Es indudable que una compañía que descuida e incumpla las normas de libre competencia no solo lesiona la competencia del mercado, sino que (a largo plazo) hace perder rentabilidad a la inversión de los accionistas (por ejemplo, el deterioro de la imagen corporativa y la judicialización de conflictos con consumidores ensuciará la

<sup>45</sup> Sobre los fundamentos de los deberes de informar, ENRIQUES & GILOTTA (2014), pp. 12-18.

<sup>46</sup> ENRIQUES y GILOTTA (2014), pp. 7-8. Queda la impresión de que los autores piensan más en la entrega de información financiera periódica que en la revelación de hechos esenciales.

<sup>47</sup> Esto no obsta a que pueda haber deberes de divulgación tras cuya lógica esté más la protección de los accionistas que la del mercado. Tal podría ser el caso de la necesidad de informar a los accionistas la aprobación de operaciones con parte relacionada (arts. 44 inc. 2.º y 147 n.º 3 de la LSA). Al referirse a información principalmente retrospectiva, es improbable que la negociación relativa a la adquisición de una empresa pueda encuadrarse en estas disposiciones.

marca y entorpecerá el desarrollo de nuevos proyectos); pero de ahí no se sigue que el fundamento de la regulación de libre competencia se encuentre en la protección de los inversionistas de las empresas. Lo mismo sucede con el deber de divulgación, aunque la superposición que en alguna medida existe entre los titulares de los intereses protegidos (por una parte, los accionistas de la empresa; por otra, el público que invierte en el mercado de valores) puede hacer que se confundan sus diversos fundamentos<sup>48</sup>.

El directorio es el destinatario de ambas regulaciones y debe ponderar prudencialmente esos intereses. Pero el ordenamiento –la LSA y la LMV leídas de forma coordinada– no le abandona a su prudencia, sino que le ofrece herramientas adaptables a una variedad de situaciones (combinación de estándares con reglas de trazado nítido), le señala un cauce procedimental (constitución legal de la sala, canales institucionales de información, quórum calificado para el hecho reservado) y, de paso, le amenaza con responsabilidad y sanciones. Que esa ponderación de intereses sea compleja no significa que no exista una distinción entre los propósitos de cada cuerpo de reglas, y que entre ellas exista cierta subordinación, siquiera sea flexible.

La regla general es el deber de reserva no solo porque el art. 43 de la LSA así lo establece, sino, en último término, porque los administradores sociales se deben, ante todo, a los accionistas, y solo de forma secundaria al público inversor en general<sup>49</sup>. Las excepciones de divulgación se basan en que la información a que se refieren es relevante para que los actores del mercado adopten sus decisiones de inversión: esto es así no solo en el hecho esencial, sino, también, en los contenidos prospectivos de la memoria (gestión de riesgos); en las tomas de control de sociedades abiertas, la relevancia puede asumirse. Esta diversidad de enfoques explica que la información objeto de la reserva es de la más diversa índole (comercial, tecnológica, jurídica, etc.), mientras que la información que ha de difundirse se observa siempre –directa o indirectamente– desde un punto de vista financiero (que es el que interesa al público inversor).

Este marco, que pone en continuidad algunos deberes de divulgación, permite resolver problemas prácticos. ¿Existe una obligación de poner al

---

<sup>48</sup> La existencia de un “deber especial de legalidad” de los administradores sociales, es decir, de un deber de cumplir la ley basado en el contrato social y respaldado por mecanismos también societarios (y, por lo tanto, distinto del deber de cumplir las leyes, cada una con su propio régimen) ha sido recientemente criticada por PAZ-ARES (2023), en especial p. 34 y ss. La latitud de esta cuestión obliga a remitir a la lectura de este utilísimo trabajo.

<sup>49</sup> Así se ha llamado la atención sobre la importancia de que los directores, al decidir la comunicación del hecho esencial, consideren también que una divulgación prematura puede ser extremadamente perjudicial, al ofrecer a los competidores la oportunidad de reaccionar a tiempo y de forma efectiva: GILOTTA (2012), p. 58. Esto remite a la contraexcepción del hecho reservado, que se aborda en el apartado IV.

día la información ya difundida?<sup>50</sup>. No hace falta decir que el hecho esencial debe actualizarse: el acaecimiento de circunstancias que alteran de forma significativa el panorama que un inversionista pudo hacerse gracias a la divulgación de un primer hecho esencial, es en sí mismo un hecho esencial. Pero ¿qué hay de planes de negocios comunicados a través de la memoria? Si se mira esta regla de forma aislada, podría pensarse que no hace falta actualizar esa información, pues se considerará que la memoria se orienta a la próxima celebración de una junta de accionistas, y tiene el propósito de servir al voto. Sin embargo, una lectura coordinada de los deberes de divulgación podría exigir que lo revelado en la memoria sea eventualmente actualizado mediante hechos esenciales. Pero debe insistirse en que los deberes, aunque responden a un mismo fundamento, son distintos. Por eso, no podría considerarse cumplido el deber de informar la pretensión de tomar el control de una compañía, sobre la base de que ya se cumplió al incorporar este plan de negocios en la memoria.

#### IV. LAS FRONTERAS ENTRE EL DEBER DE DIVULGAR Y EL DEBER ESPECIAL DE RESERVA

30

Configurado un deber de divulgar, la ley faculta al directorio para mantener la reserva cuando una supermayoría de tres cuartas partes del directorio así lo dispone. Se da lugar, entonces, al hecho reservado, que no es solo una facultad del directorio, sino que constituye, también, un deber especial de reserva. Este deber especial de reserva es distinto y más intenso que el deber general, pues la información se considera privilegiada por remisión expresa del art. 164 en relación con el art. 165 de la LMV<sup>51</sup>. Se analizará, primero,

<sup>50</sup> PYUN (2021), *passim*, ofrece varias razones para actualizar la información ya revelada, pero agrega que la SEC debe clarificar esta eventual obligación.

<sup>51</sup> Es información privilegiada con independencia de su aptitud para afectar la cotización de los valores: GUZMÁN (2007), p. 56. La razón, para Juan Esteban Puga, no es que todo hecho reservado sea información privilegiada, sino de política legislativa, “para eliminar toda duda”: PUGA (2020), p. 628. Véase también BARROS (2020), pp. 1152-1153 (y nota 178) y PRADO (2003), pp. 239-242 (este último, con referencias a la redacción original de la LMV, que vinculaba de forma más estrecha la información reservada y la privilegiada). Este criterio ha sido afirmado recientemente por la CMF, resolución exenta n.º 7222 (2023), p. 82. Pero, sigue Juan R. Puga, la descripción de la información privilegiada como “no divulgada” (y no solo como “no pública”) vincula su concepto con el del deber general de reserva y con el deber de divulgación: PUGA (2020), p. 630. En cambio, María Agnes Salah considera que, en principio, todo hecho reservado, así como todo hecho esencial aún no difundido, es por su naturaleza información privilegiada: SALAH (2005), pp. 36 y 45. Sobre la distinción entre información privilegiada y la que es objeto del deber de reserva general, FARRANDO (2001), pp. 147-152 y sobre la distinción con la que es constitutiva de hecho esencial, VÁSQUEZ (2010), p. 470.

el lugar sistemático que corresponde a este deber especial, para abordar luego un aspecto de especial relevancia en el contexto de la adquisición de empresas: la delimitación temporal de las negociaciones objeto de reserva.

*1. El deber especial de reserva  
como contraexcepción al deber de divulgación*

El hecho reservado se contempla como excepción al deber de divulgación de hechos esenciales (art. 9.º de la LMV) y de la información a que los accionistas tienen derecho antes de la celebración de la junta (art. 54 de la LSA). El estrecho paralelismo entre los supuestos de ambas normas refuerza la idea de que entre los deberes de divulgación existe cierta continuidad, aunque, nuevamente, ‘continuidad’ no es sinónimo de ‘identidad’. Así, no podría declararse reservada la formalización de negociaciones tendientes a la toma de control de una sociedad abierta, que debe difundirse *ex art.* 54 de la LMV. A continuación se desarrolla esta última idea.

La omisión por el legislador de la posibilidad de mantener reserva, así como el que no se utilice en el art. 54 de la LMV un estándar sino reglas de trazado nítido, parecen indicios de que aquí el interés general plantea una especial necesidad de divulgación, que no admite excepciones. Ahora bien, para fundar una respuesta concluyente más allá de estos indicios, debe considerarse que entre las reglas de los arts. 9.º y 54 de la LMV existe una relación de concurrencia, pues el supuesto de hecho de una y otra puede quedar configurado por un mismo caso<sup>52</sup>. En efecto, la existencia de una negociación formalizada o en el curso de la cual se ha proporcionado información reservada en orden a tomar el control de una sociedad abierta (art. 54 de la LMV) con toda probabilidad constituirá información “que un hombre juicioso consideraría importante para sus decisiones sobre inversión” (art. 9.º de la LMV), máxime si ese hombre juicioso podría ser accionista de la sociedad *target*. El art. 54 de la LMV tiene un supuesto de hecho más restringido que la hipótesis del art. 9.º de la LMV, pero desde un punto de vista estrictamente lógico no hay relación de especialidad: es concebible que existan negociaciones formalizadas relativas a la toma de control de una sociedad abierta que, sin embargo, un hombre juicioso no consideraría relevantes para tomar decisiones de inversión (por ejemplo, porque esas negociaciones son de sobra conocidas por el mercado, que ya las ha internalizado en el precio de las acciones). De ahí que la regla del art. 54 de la LMV no sea una mera manifestación del deber de divulgar hechos esenciales conforme al art. 9.º de la LMV, a la que, por lo tanto, cabría hacer aplicables la misma excepción del hecho reservado; son, más bien, hipótesis distintas, aunque conec-

<sup>52</sup> Seguiremos aquí a LARENZ (1994), pp. 260-263.

tadas por la protección de un mismo interés general, el del correcto funcionamiento del mercado de valores<sup>53</sup>.

Vamos ahora a la reserva de la información que ha de ser divulgada de conformidad con el art. 54 de la LSA. Si durante los quince días anteriores a una junta de accionistas existe información sensible para los intereses de la compañía, como podría ser la idea de comenzar una negociación para adquirir una empresa, las tres cuartas partes del directorio podrá calificarla como reservada y no comunicarla a los accionistas<sup>54</sup>. Esta información, ¿es *per se* un “hecho reservado” conforme al art. 10.º de la LMV? La respuesta es positiva, aunque la razón de la reserva no estriba en que esa información sea esencial y se quiera reservar, sino a que está sujeta al deber de reserva que se quiere extender en el especial periodo en que la sociedad debe permitir a sus accionistas conocer información que habitualmente no podrían conocer. La redacción idéntica de ambas disposiciones (inciso cuarto del art. 10 de la LMV e inciso tercero del art. 54 de la LSA) corrobora lo anterior. Puede citarse la historia de la LSA como fundamento adicional:

“[se estimó] oportuno conciliar esta disposición (art. 54 LSA) con su similar de la Ley sobre Mercado de Valores señalan[do] de que, mediante un quórum especial, podrá darse carácter *reservado* a ciertos documentos”<sup>55</sup>.

32

Por cierto, es interesante que en el debate legislativo se haya destacado la identidad de los hechos reservados contemplados para la información objeto de divulgación en los arts. 54 de la LSA y 9.º de la LMV, pero no se haya extendido a la información del art. 54 de la LMV, lo que confirma las afirmaciones del último párrafo.

Al acabar el apartado anterior, se indicaba que el deber general de reserva se basa en los deberes fiduciarios de los administradores sociales, quienes se deben ante todo a los accionistas y secundariamente al público inversor

<sup>53</sup> Cosa distinta es que, mientras las negociaciones no hayan traspasado alguno de los umbrales previstos en el art. 54 de la LMV, su existencia pueda calificar como hecho esencial bajo el art. 9.º de la LMV, pero ser calificadas como reservadas *ex* art. 10.º de la LMV; no hay aquí ninguna excepción al art. 54 de la LMV, sino solo al art. 9.º de la LMV.

<sup>54</sup> En España se sostiene que la decisión de reservar información solicitada por los accionistas antes de la junta, obliga a mantenerla en reserva más allá de su celebración: FARRANDO (2001), p. 172.

<sup>55</sup> Historia de la ley n.º 18046 (informe de la Comisión Conjunta), p. 13 (el destacado es nuestro). En otro sentido la Historia de la ley n.º 20382 expresa: “toda información reservada es información esencial y, por el contrario, no toda información esencial es información reservada”: Historia de la ley n.º 20382 (informe de la Comisión de Hacienda), p. 135. Lo expresado en la Historia de la ley n.º 20382 debe entenderse en el sentido natural de la relación género a especie entre información esencial e información reservada.

en general; en una palabra, se funda en el interés social. Se indicaba, también, que la excepción de los deberes de divulgación se justifica, a su vez, porque al directorio compete, además, la salvaguarda de intereses generales asociados al correcto funcionamiento del mercado de valores, en casos en que solo ellos pueden proporcionar información relevante para el funcionamiento de los precios; esto es, se funda en intereses generales. Ahora bien, los deberes especiales de reserva exigen negociaciones pendientes cuya divulgación puede perjudicar el interés social: es claro que la reserva se justifica, entonces, porque los administradores sociales se deben, ante todo, a la compañía que administran<sup>56</sup>. Así, aunque en ciertos casos el interés público justifica difundir la información, derrotando *prima facie* el interés social que funda el deber general de reserva, particulares factores pueden exigir que todavía se supedite el interés público al interés particular de que la sociedad no sufra un perjuicio.

Si esto es correcto, el perjuicio a que se expone la sociedad con la divulgación debe ser más intenso cuando se trata del deber especial de reserva que del deber general (para el que bastaría el mero riesgo del mal uso de información social). Así parece entenderlo la CMF:

“el hecho de que el conocimiento de las negociaciones pueda afectar el precio de la acción de la sociedad, no constituye razón suficiente que se pueda esgrimir como perjuicio del interés social” (NCG n.º 30, II.I, 2.2.B.1, n.º ii);

33

aunque ese descenso en la cotización es signo de que –en concepto del mercado– la compañía algún tipo de perjuicio ha sufrido, debe haber algo más. La misma NCG n.º 30 parece que entrega un criterio al respecto en otro apartado. Al referirse al contenido de la memoria social, establece que en el evento que la entidad haya aprobado la implementación de un plan de inversiones, ya sea de corto o largo plazo, la memoria debe informar aquellas inversiones relevantes asociadas a dicho plan: “siempre y cuando éstas no tengan un carácter estratégico que pudiere colocar al emisor en una posición de desventaja frente a sus competidores” (NCG n.º 30, sección II.I,

<sup>56</sup> En el caso Cencosud, un administrador fue sancionado por transar valores en posesión de información privilegiada, consistente en negociaciones para adquirir una empresa que se mantuvieron en reserva en virtud del art. 10.º de la LMV. El administrador alegó que la reserva se solicitó no porque la eventual adquisición tuviera aptitud para influir en la toma de decisiones de inversión, sino porque permitiría cautelar la reputación de los vendedores. La CMF juzgó conforme al contenido del acta de sesión del directorio, que no indicaba esta razón sino la protección del interés social; si la alegación hubiera sido cierta, se hubiera tratado de un mal uso de la facultad del art. 10.º de la LMV: resolución exenta n.º 7222 (2023), p. 62.

2.1.C.2.4.3)<sup>57</sup>. Si bien no se expresa que esta reserva de información deba ser aprobada como hecho reservado, parece cumplir su supuesto de hecho: por una parte, debe tratarse de “inversiones relevantes”; por otra, está en riesgo el interés social de la emisora. Esto invita a coordinar el art. 54 de la LSA con el estándar de que se vale el art. 9.º de la LMV.

### 2. *Delimitación temporal del hecho reservado*

Para establecer un hito inicial con que trazar la frontera entre el deber de divulgar y el hecho reservado, la ley se vale de la expresión “negociaciones aún pendientes”. Parece necesario algo más que una referencia al principio de buena fe<sup>58</sup>. María Agnes Salah piensa que no precisa haberse celebrado una convención: contactos informales serían suficientes<sup>59</sup>. Pero recuérdese que, en el art. 54 inc. 2.º de la LMV, la toma de control de una sociedad abierta debía comunicarse tan pronto “se hayan formalizado negociaciones”. Si el hecho reservado opera como excepción al deber de divulgación, y existe –como se intenta demostrar– cierta continuidad en las hipótesis que lo configuran, entonces puede extenderse el criterio de la formalización de las negociaciones a los arts. 10.º de la LMV y 54 de la LSA. Tiene sentido: meras conversaciones informales no debieran, de ordinario, influir en la

34

<sup>57</sup> Existe alguna superposición entre la difusión del hecho esencial y la publicación de la memoria. Sin embargo, el deber de divulgar el hecho esencial consistente en la decisión de adquirir una empresa no se consume con la publicación de la memoria. Esto se explica porque –debe insistirse– son deberes diferentes, comunicaciones con distintos destinatarios: la generalidad del mercado en el primer caso, los actuales inversionistas en el segundo.

<sup>58</sup> PUGA (2020), p. 638.

<sup>59</sup> SALAH (2005), p. 36. En el caso Anagra, la SVS consideró como información privilegiada las negociaciones relativas a la fusión por absorción de Anagra y SQMC, en las que un ejecutivo de Anagra intervino asistiendo a “un par de reuniones informales”. La conducta consistió en adquirir valores afectos a esa información cuando ya se había suscrito un NDA, se había encargado a terceros la evaluación de la operación y se consideraba la suscripción de un MOU. El ejecutivo había informado estas negociaciones al directorio de Anagra, mientras que el directorio de SQMC las había comunicado como hecho reservado a la SVS, quien consideró que bastaba que el director hubiera tomado parte en ese par de “reuniones informales” para que se configure el deber de abstención. Véase el comentario a la resolución exenta n.º 229 de la SVS, de 14 de abril de 2011, en GASPAR (2011). Aunque no quepa extrapolar los criterios propios de información privilegiada a deber de reserva, valga como ilustración el caso Falabella, en que la SVS consideró información privilegiada una negociación de los controladores de dos sociedades abiertas, aun antes de la suscripción de un acuerdo de fusión que entonces era incierta: SVS, resoluciones exentas N° 431, de 15 de julio de 2008 y n.º 432, de 15 de julio de 2008, pp. 10 y 12. Es llamativo el que una de las directoras infringió su deber de reserva (tanto el general del art. 43 de la LSA como el particular del art. 165 de la LMV), al comunicar la existencia de esas negociaciones a la accionista a quien “representaba” (!), cosa que manifestó en el procedimiento sancionatorio, diríase que ingenuamente.

toma de decisiones de inversión (en los términos del art. 9.º de la LMV), y mucho menos podría aludirse a ellas en una memoria. Pero en cuanto hay documentos formales (posiblemente, a partir de una carta oferta o de un MOU), habría algo que comunicar al mercado y decir en la memoria (aunque algo que quizá convenga mantener todavía en reserva). ¿Cabe extender, también, el criterio de la entrega de información o documentación reservada a la contraparte, como parece asumir Juan Esteban Puga?<sup>60</sup> Como se expondrá más adelante, en el contexto de la adquisición de una empresa la respuesta a esta pregunta dependerá de si el *target* es una sociedad anónima abierta o cerrada, siendo fundamental, en este último caso, la relevancia implícita de la operación y la necesidad de la mantención de la reserva.

Ahora bien, declarado un hecho reservado, ¿cuándo deja de hallarse “aún pendiente” la adquisición de una empresa? Simplificando, la negociación, en definitiva, va a finalizar con un éxito o con un fracaso y, entonces, la negociación deja de estar pendiente. En tal circunstancia, la NCG n.º 30 da a entender que el fin de las negociaciones no es información que *per se* deba difundirse, sino que queda cubierta por el deber general de reserva (exceptuada la comunicación a la misma CMF) si la negociación fracasó y, en su caso, se deberá divulgar si la operación fue exitosa. Señala la NCG n.º 30:

“tan pronto hayan cesado las razones que motivaron la reserva de la información siempre se deberá informar tal circunstancia a la Comisión y, en el caso que las negociaciones hayan prosperado, se deberá informar también tal situación al mercado en general” (NCG n.º 30, II.I, 2.2.B.5; véase, también, el párrafo final de la letra B)<sup>61</sup>.

35

Esta es una simplificación, porque en ocasiones la negociación, sin acabar de fracasar, ha decaído al punto de ser dudoso que continúe. En casos como estos, no hay una vuelta al deber general de reserva sin que el directorio acuerde levantar la declaración de hecho reservado y lo comunique así –también de forma reservada– a la CMF. Así lo entiende el fiscalizador, que exi-

<sup>60</sup> “En lo que dice relación con negociaciones no cerradas [...] por regla general no es información privilegiada, pero sí lo es si está amparada en la reserva y si además existe un pacto de confidencialidad con la otra parte”: PUGA (2020), p. 637. Un NDA tiene sentido cuando se entrega información o documentación reservada a la contraparte (que en el art. 54 de la LMV gatillaría el deber de divulgación); si a partir de entonces la existencia de la negociación debe ser considerada información privilegiada, he aquí que los límites del art. 54 de la LMV sirven para deslindar el hecho reservado.

<sup>61</sup> En todo caso, debe tenerse presente que, si el hecho reservado corresponde a aquel propio del art. 54 de la LSA, en tal caso el plazo del mismo serán los quince días establecidos en la norma y que al término del cual lo normal es que solo se comunique a la CMF el término del plazo del hecho reservado, pero aquí la consecuencia será la mantención de la reserva de la información.

ge del directorio que fije un plazo para la reserva, al cabo del cual oficiará requiriendo actualizaciones (NCG n.º 30, II.1, 2.2.B.4).

La última pregunta es cuándo se debe entender que prosperan las negociaciones, si acaso para ello se precisa la celebración del contrato e, incluso, el cierre de la operación. Para María Agnes Salah, “que dichas negociaciones estén aún pendientes significa que no debe haberse consumado el último eslabón de la negociación”, y, en particular, la celebración de contratos<sup>62</sup>. En efecto, la negociación cesa con la celebración del contrato, porque lo que se negocia es, precisamente, el contrato; lo que va del contrato al cierre ya no es negociación, sino cumplimiento del contrato. Ahora bien, el hecho de que una negociación esté pendiente no impide que cese la reserva porque su divulgación ya no pueda perjudicar (en el sentido fuerte que corresponde al contexto del deber especial de reserva) el interés social. Si la negociación prospera, no es precisa una nueva calificación del hecho hasta entonces reservado para saber si sigue siendo esencial: era reservado porque era esencial. La NCG n.º 30 indica que, cuando la negociación prospera, debe publicarse este resultado positivo (NCG n.º 30, II.1, 2.2.B.5).

Como síntesis de los apartados III y IV, puede afirmarse que el deber general de reserva busca proteger el interés social y es una manifestación de los deberes fiduciarios de los administradores sociales. Este deber general encuentra excepción en distintos deberes de divulgación conectados por una misma justificación: el interés general asociado al correcto funcionamiento del mercado de valores exige que los directores proporcionen información relevante. Los deberes de divulgación encuentran excepción, a su vez, en el deber especial de reserva, cuyo fundamento es, también, la protección del interés social, pero esta vez ante un calificado riesgo de perjuicio a la compañía. En consecuencia, los límites temporales de la reserva vienen dados por negociaciones aún pendientes, que ya se han formalizado y hasta que se celebre el contrato negociado (no después) y, en todo caso, se levanta la reserva tan pronto como desaparece aquel riesgo calificado de perjuicio.

#### V. RESERVA Y DIVULGACIÓN EN EL CONTEXTO DE LA ADQUISICIÓN DE UNA EMPRESA POR PARTE DE UNA SOCIEDAD ANÓNIMA ABIERTA

Desde la perspectiva de la sociedad anónima abierta adquirente, las negociaciones acerca de la adquisición de otra empresa son información social (la

---

<sup>62</sup> SALAH (2005), p. 36. Esto podría sorprender porque, como anota Juan Esteban Puga, los NDA pueden extender su vigencia más allá de la conclusión del negocio: PUGA (2020), p. 608. Como ya se advirtió en nota 21, este trabajo no se pronuncia acerca de cómo debe tratarse el incumplimiento de un NDA en que se ha incurrido para cumplir una exigencia legal.

sociedad administrada sería parte del eventual contrato) y por eso se halla cubierta por el deber general de reserva. Por lo tanto, los directores de la empresa adquirente no pueden divulgar su existencia o contenido, y no solo de cara a su contraparte –por exigirlo así un NDA o la buena fe en las tratativas preliminares–, sino, también, frente a los accionistas. Pueden sí comunicarla a personas cuyo consejo solicitan para el mejor desempeño de sus deberes fiduciarios, y supuesto un deber de confidencialidad legal o contractual (art. 80 del RSA). Esta disposición está establecida para satisfacer el deber de diligencia de los directores (aconsejarse es parte de la prudencia); no se trata, en ningún caso, de una habilitación amplia para revelar información social a cualquier persona que suscriba un NDA, como ya se comentó.

Para estos efectos, es irrelevante la modalidad jurídica por la cual se concrete la adquisición de una empresa. Se utiliza aquí esta expresión en sentido amplio, próximo al de toma de control en la NCG n.º 104. Así, la existencia de negociaciones es objeto del deber general de reserva ya se trate de una compra de acciones o de activos, permuta o canje de acciones, fusión, pactos de accionistas, etc. En el caso de compras de activos, si la operación califica o no como adquisición de empresa es una cuestión de hecho que habrá de considerarse caso a caso<sup>63</sup>. El hecho de que la operación deba ser, en última instancia, aprobada por los accionistas (como sucede en el caso de la fusión) no quita que los directores conduzcan esa negociación –incluso, a instancias del controlador– y, entonces, queda afecta al deber de reserva<sup>64</sup>.

---

<sup>63</sup> En Estados Unidos existe una tendencia a resolver este problema –u otros similares– en términos cuantitativos. Así, al determinar cuándo la adquisición de un negocio debe considerarse significativa a efectos de ser informada al mercado de valores (s. 13 de la Securities Exchange Act de 1934), el regulador fija como umbral una proporción del negocio adquirido en relación con la empresa adquirente, proporción que puede calcularse de diversas formas (Form 8-K, s. 2, ítem 2.01, instructions, n. 4; véase también el *Code of Federal Regulations*, 17 CFR § 210.11-01). En cambio, al calificar cuándo una venta de activos constituye una transferencia de “todos o sustancialmente todos” los activos y, por lo tanto, requiere aprobación de la junta de accionistas, el criterio es en principio cualitativo, esto es, si la empresa vendedora conservará, tras la venta, una actividad económica significativa (*significant continuing business activity*). Pero la § 12.02(a) de la Model Business Corporation Act, que recoge el criterio de la actividad económica significativa, ante la incertidumbre aparejada a este estándar del mismo modo ofrece un salvavidas (*safe-harbor provision*) cuantitativo: se excluyen los casos en que la empresa conserve el 25 % de los activos y además el 25 % de los ingresos o el 25 % de las utilidades. Sobre la discusión de aquel estándar en la jurisprudencia estadounidense, véase el comentario oficial.

<sup>64</sup> Sobre los deberes fiduciarios de los directores en la negociación y aprobación de una fusión, véase en general MARDONES (2018), pp. 438-442. La confidencialidad que obliga a los administradores sociales durante la negociación de adquisiciones de empresas ha sido estudiada desde el punto de vista de las partes de la operación, pero –salvo inadvertencia de los autores– no ha recibido atención desde la perspectiva propiamente societaria.

### 1. Reserva y divulgación de negociaciones tendientes a adquirir una sociedad anónima abierta

El deber de divulgar se activará para los directores de la adquirente en las excepciones antes estudiadas. Cuando la empresa *target* sea una sociedad abierta (cuyas acciones se transan en Chile) y la operación pueda describirse como una “toma de control”, deberá efectuarse el aviso de toma de control del art. 54 de la LMV o, bien, iniciarse el procedimiento de OPA. Como se ha visto, la publicación y aviso de toma de control se realizan a lo menos con diez días hábiles de anticipación a la fecha en que se pretendan perfeccionar los actos que permitan obtener el control de la sociedad anónima respectiva y, en todo caso, tan pronto se hayan formalizado negociaciones tendientes a lograr su control o tan pronto se haya entregado información o documentación reservada de esa sociedad. Según se argumentó en el apartado IV.1, no aplica aquí la excepción del hecho reservado.

La hipótesis de entrega de información reservada a la contraparte merece alguna atención. Para configurar el umbral no se menciona cuál de las compañías proporciona información reservada, si la adquirente o la *target*, pero lo natural es que se piense en esta última, que es objeto del *due diligence*<sup>65</sup>. Ahora bien, ¿cómo puede ser que una sociedad anónima abierta esté comunicando a un tercero, información reservada, no para pedirle asesoría profesional ni para obtener un crédito, sino para ser comprada por un tercero? El esquema propuesto en los apartados anteriores puede servir de ayuda. El deber general de reserva solo podría levantarse si la información comunicada al tercero es hecha pública (información de interés, que no es el caso), si así lo reclama el interés público asociado al mercado de valores (pero entonces habría de publicarse como hecho esencial) o, bien, porque el propio interés social reclama aquí no reserva sino comunicación. Esto es lo que sucede cuando los directores proporcionan información financiera de la sociedad a un potencial prestamista que desea evaluar su solvencia o cuando entregan información legal a abogados que le prestan su asesoría profesional. Y parece ser lo que ocurre también en este caso, en particular, cuando se trata de una compraventa de acciones.

<sup>65</sup> Entonces, es posible que, al conducir la negociación, el directorio de la *target* proporcione a su contraparte información reservada, sin que todavía se haya acordado todos los términos de la operación, por ejemplo, en el marco de la negociación de un precio estimativo. La NCG n.º 104 de la CMF dispone que, en ese caso, la existencia de las tratativas debe divulgarse “tan pronto se hayan iniciado”, a lo que deberá seguir una segunda comunicación complementaria con la antelación mínima de los diez días, esta vez con toda la información pertinente (sección I.2). Nótese que, para la primera de estas comunicaciones, la NCG n.º 104 es más exigente que la propia ley: no es preciso que las negociaciones se formalicen, basta que se hayan iniciado (aunque, de hecho, son tan serias que una de las partes ha entregado información reservada de la compañía a la otra).

En efecto, los accionistas tienen un legítimo interés en que sus acciones circulen: la liquidez tiene valor económico. De ahí que puede entenderse que consienten en que el directorio proporcione a terceros –con apropiada cautela– información sometida al deber general de reserva, pero cuya comunicación es necesaria para que un tercero esté dispuesto a comprar una participación relevante. Cuando se trata de participaciones menores, al tercero adquirente le bastará la información continua que la sociedad proporciona al público (estados financieros, memoria, hechos esenciales) y la que es de conocimiento general. Pero cuando se trata de participaciones de relevancia es preciso que el tercero adquirente esté dispuesto a efectuar una inversión relevante sacrificando la diversificación de su portafolio, y eso, como es natural, reclama más información<sup>66</sup>. Entonces la comunicación al tercero debe estar orientada por el interés social (es decir, sobre la misma base que justifica el deber general de reserva) y, por lo tanto, efectuarse con ecuanimidad en beneficio de todos los accionistas que tengan participaciones relativamente equivalentes. La supervisión de un comportamiento ecuaníme de los directores en este contexto se ve facilitada con la divulgación, no de la información proporcionada a la potencial adquirente, pero sí de su intención de adquirir el control. Este análisis sugiere que la declaración como hecho reservado de negociaciones tendientes a la venta de paquetes accionarios relevantes –algo que, en el esquema aquí propuesto, requiere la presencia de un riesgo calificado para la compañía– será algo del todo excepcional. Después de todo, en esta operación, como en toda compraventa de acciones, la empresa *target* es en rigor un tercero.

39

La sugerencia anterior es consistente con la regulación de la OPA. También aquí habrá negociaciones previas entre el adquirente y el grupo de control, pero entonces se reclama del directorio de la empresa *target* una especial ecuanimidad. El aviso de inicio –funcionalmente equivalente a la formalización de las negociaciones– debe contener una oferta seria de adquisición de acciones que suponen el control de la sociedad abierta, conforme a lo establecido en los arts. 202 y 203 de la LMV. Como es lógico, el deber de divulgar la oferta no podría ser derrotado por la vía de declarar el hecho como re-

---

<sup>66</sup> Cándido Paz-Ares y Rafael Núñez-Lagos justifican la necesidad de introducir matices en el deber de reserva cuando se trata de la venta de una participación relevante y se adoptan resguardos razonables (comenzando con la suscripción del NDA). Los autores consideran que a este respecto la situación del accionista controlador no es idéntica a la del minoritario, habida cuenta de que solo el primero está en condiciones de vender su paquete en mercados poco profundos: PAZ-ARES y NÚÑEZ-LAGOS (2016), pp. 301-304. Después de todo, la venta de una empresa –un negocio evidentemente lícito– requiere el suministro de información sensible a un tercero, que se incorpora al contrato en forma de representaciones y garantías: ACOSTA (2016), pp. 79-82; CAPILLA (2016), pp. 120-121; GARCÍA DE ENTERRÍA (2016), pp. 55-56.

servado (de lo contrario, mal podría considerarse que la oferta es pública), de modo análogo a lo que sucede con la adquisición que cae bajo el alero del art. 54 de la LMV.

## *2. Reserva y divulgación de negociaciones tendientes a adquirir una sociedad cerrada*

Si la empresa *target* es una sociedad cerrada, en principio la negociación será objeto de reserva<sup>67</sup>. La adquisición misma podría ser objeto de un deber de divulgación en la medida en que califique como hecho esencial. Pero en este caso, ¿cuándo debe ser informada dicha operación? La revisión de la tipología de hechos esenciales que ofrece la NCG n.º 30 no incluye la adquisición de empresas, menos la negociación o formalización de negociaciones tendientes a lograr su control. Si, en todo caso, se refiere a la “suscripción, modificación o término por cualquier causa, de contratos o convenciones que revistan importancia para la empresa” (NCG n.º 30, sección II.I, 2.2.A.4, letra d) y “la iniciación de nuevas actividades o negocios en escala significativa o la realización de inversiones importantes destinadas a expandir las actividades” (NCG n.º 30, sección II.I, 2.2.A.4, letra i). Nótese que los verbos rectores se refieren a la “suscripción” de contratos o convenciones, a la “iniciación” de nuevas actividades o la “realización” de inversiones importantes. Es decir, lo que debe informarse como hecho esencial son solo las operaciones relevantes, y solo cuando se ha celebrado el respectivo contrato de adquisición, no negociaciones pendientes. Por lo tanto, en principio, la existencia de estas negociaciones está sujeta al deber general de reserva<sup>68</sup>.

No informar como hecho esencial la existencia de negociaciones, sino la celebración de contratos relativos a la adquisición de empresas (aunque todavía sujetos al cumplimiento de ciertas condiciones), no solo es la práctica del mercado<sup>69</sup>, sino, también, algo razonable a la luz de la información que se requiere en un mercado de valores. Es ilógico que un emisor informe al mercado cada idea o intento de adquisición, por cuanto ello no aportaría información relevante e, incluso, podría generar falsas expectativas o desinformación y, para la compañía, atraer potenciales adquirentes que rivalicen con ella en la operación proyectada. Lo que debe informarse son hechos, contratos, inversiones, nuevas actividades o incursión en nuevos negocios, todos ellos si son relevantes en los términos del art. 9.º de la LMV.

<sup>67</sup> Para estos efectos, se entenderá por sociedad cerrada toda empresa no organizada como sociedad anónima abierta.

<sup>68</sup> En el mismo sentido, el Form 8-K enuncia como objeto de divulgación la consumación (*completion*) de la operación (s. 2, ítem 2.01). Sobre este instrumento regulatorio, véase la nota 6.

<sup>69</sup> En cuanto al otorgamiento de cartas de intención, no solo se afirma que no deben divulgarse, sino, incluso, se destaca la importancia de la confidencialidad: GARCÍA (1994), p. 49.

Ahora bien, existen casos en que la ley establece que han de comunicarse intenciones de compra de sociedades cerradas. Tal sucede con el deber de divulgar intenciones que se desprende de la NCG n.º 30, sección II.I, C, 2.2.A.4, letra g). Se establece aquí, entre el catálogo ejemplificativo de hechos esenciales, la “suscripción de convenios o realización de negociaciones con deudores importantes”. La negociación está pendiente y, no obstante, se configura un hecho esencial. Esto no contradice la afirmación anterior. La contraparte de esa negociación pendiente no es un mero tercero, sino un “deudor importante”, y la negociación no se refiere a obligaciones eventuales, sino a unas preexistentes. Una y otra circunstancia son coherentes con lo antes afirmado: la negociación orientada a adquirir una sociedad cerrada deberá ser publicada solo si hay –al modo de la citada letra g)– una obligación pendiente. En el contexto de la adquisición de una sociedad cerrada, esto significa que la negociación de los términos debe encontrarse bajo un acuerdo que establezca obligaciones diferentes a la mera confidencialidad (por cuanto la reserva es la situación normal, el punto de partida del directorio). Lo anterior se daría, por ejemplo, cuando la sociedad negocia sobre la base de una oferta vinculante o una opción preferente. La contraparte no es cualquier tercero, es uno cierto, determinado y respecto del cual hay obligaciones preexistentes, es decir, el tercero es uno “importante” y existen obligaciones preexistentes que revelar.

En este caso, en que existiría la obligación de divulgar como hecho esencial dicha negociación, se vuelve al ámbito de la tensión propia al interior del directorio donde debe resolver prudencialmente de acuerdo con los mecanismos establecidos por la ley; ¿es esa operación la que un hombre juicioso consideraría importante para sus decisiones sobre inversión? En la afirmativa, una decisión que el directorio toma con los quórum ordinarios de decisión, debe difundirse el hecho como esencial. Pero el análisis no termina ahí. Luego, el directorio debe analizar si la divulgación de esa información esencial perjudica o no el interés social; es decir, el directorio debe calificar si se encuentra ante la presencia de un riesgo calificado de perjuicio al interés social, de entidad suficiente como para derrotar las ventajas que la revelación proporcionaría al mercado. Nuevamente, en la afirmativa la sociedad podría postergar dicha obligación de revelación al mercado por el acuerdo de un hecho reservado, pero esta vez dicha decisión, que es una contraexcepción, debe ser tomada con una supermayoría de tres cuartas partes del directorio y ser meditada con cuidado por los directores.

41

## CONCLUSIONES

De este estudio se proponen las siguientes conclusiones:

1. La actuación de los administradores de una sociedad anónima abierta relativa a la información acerca de la adquisición de una empresa

queda cubierta por sus deberes fiduciarios. El principio es que toda esa información se encuentra sujeta a reserva, y la decisión del directorio de divulgar o mantener en reserva dicha operación debe ser objeto de una deferencia que no es ilimitada: es preciso que se adopte de buena fe, en virtud de un procedimiento informado y sin que concurra conflicto de interés.

2. La decisión de publicar o mantener en reserva una operación debe tomarse con respeto al interés social. Aunque la divulgación no se fundamenta en el interés social, debe realizarse de forma respetuosa con el interés social, esto es, del modo en que accionistas razonables habrían decidido gestionar información de esas características, si hubieran podido representarse anticipadamente el problema y acordar una solución. Asimismo, la difusión o reserva siempre debe efectuarse de un modo equitativo, que beneficie a todos los accionistas sin distinción.
3. La regla general es la reserva de la información. Los administradores sociales se deben, ante todo, a los accionistas, interesados en la reserva, y solo secundariamente al público inversor en general, interesados en la revelación. Los supuestos de divulgación se justifican porque la ley reconoce que al directorio además compete la salvaguarda de intereses generales asociados al correcto funcionamiento del mercado de valores, cuyo sistema de precios se alimenta de información que, en ocasiones, solo ellos están en posición de proporcionar. Estos supuestos en que se suspende la reserva se basan en la relevancia de la información para que los actores del mercado adopten decisiones de inversión: esto es así no solo en el llamado hecho esencial, sino, también, en los contenidos prospectivos de la memoria (gestión de riesgos) y en las tomas de control de sociedades abiertas. Esta diversidad de puntos de vista explica que la información objeto de la reserva sea de la más diversa índole (comercial, tecnológica, jurídica, etc.), mientras que la información que ha de divulgarse se observa desde un punto de vista financiero.
4. Como los deberes de los administradores que se dirigen a salvaguardar el mercado de valores son de algún modo secundarios respecto de sus deberes fiduciarios hacia los accionistas, los deberes de divulgación reconocen contraexcepciones en los llamados hechos reservados, que se justifican por la presencia de un riesgo calificado de perjuicio a la sociedad. Del mismo modo que los deberes de divulgación deben observarse no de forma aislada, sino formando parte de un continuo valorativo, también los supuestos de deber especial de reserva encuentran analogías entre sí, y deben ser interpretados unos a la luz de los otros.

5. Como aplicación de las conclusiones anteriores, el directorio que conduce negociaciones relativas a la adquisición de una empresa queda sometido al deber de reserva. Los deberes de divulgación se configuran solo cuando existen intenciones reales y a firme de cerrar el *deal*, en el caso que el *target* sea una sociedad anónima abierta, o, si se trata de otro tipo de sociedades, cuando se ha celebrado la operación o, al menos, se han suscrito relativos a esa adquisición distintos de un acuerdo de confidencialidad (como una oferta vinculante o una opción preferente). En este caso, el directorio podría postergar la revelación al mercado cuando se configura el supuesto del hecho reservado, es decir, ante la presencia de un riesgo calificado de perjuicio al interés social, de entidad suficiente como para derrotar las ventajas que la revelación proporcionaría al mercado.

## BIBLIOGRAFÍA CITADA

- ACOSTA, Tomás (2016). “La *due diligence* previa a la adquisición de la empresa”, en Rafael SEBASTIÁN (dir.). *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*. Madrid: Wolters Kluwer.
- ALCALDE, Enrique (2007). *La sociedad anónima. Autonomía privada, interés social y conflicto de intereses*. Santiago: Editorial Jurídica de Chile.
- ALCALDE, Enrique y Roberto GUERRERO (2024). *La sociedad anónima y la responsabilidad de sus administradores. Tratado teórico y práctico*. Santiago: Ediciones UC.
- BADOSA, Ferrán (1987). *La diligencia y la culpa del deudor en la obligación civil*. Bolonia: Publicaciones del Real Colegio de España.
- BAINBRIDGE, Stephen (2015). *Corporate Law*, third edition. Saint Paul: Foundation Press.
- BARROS, Enrique (2020). *Tratado de responsabilidad extracontractual*, 2ª ed. actualizada. Santiago: Editorial Jurídica de Chile, tomo II.
- BLACK, Bernard & Reinier KRAAKMAN (1996). “A Self-Enforcing Model of Corporate Law”. *Harvard Law Review*, vol. 109, No. 8. Cambridge.
- BRAHM, Enrique (ed.) (2000). *José Gabriel Ocampo y la codificación comercial chilena*. Santiago: Ediciones Universidad de los Andes, tomo I.
- CAPILLA, Agustín (2016). “Los tratos preliminares, cartas de intenciones, ofertas vinculantes y no vinculantes. Su problemática contenciosa”, en Rafael SEBASTIÁN (dir.). *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*. Madrid: Wolters Kluwer.
- COX, James, Robert HILMANN & Donald LANGEVOORT (1997). *Securities Regulation. Cases and Materials*. New York: Aspen Law & Business.
- DÍAZ, José Ignacio y Pablo MANTEROLA (2020). “Buena fe e interés social: una aproximación a los límites de la actuación del controlador en la junta de accionistas de la sociedad anónima”, en Jaime ARANCIBIA (ed.). *La buena fe en el derecho*. Es-

- tudios en homenaje a los treinta años de la Facultad de Derecho de la Universidad de los Andes (Chile)*. Valencia: Tirant lo Blanch.
- ENRIQUES, Luca & Sergio GILOTTA (2014). “Disclosure and Financial Market Regulation”. Disponible en <https://doi.org/10.2139/ssrn.2423768> [fecha de consulta: 15 de enero de 2025].
- FARRANDO, Ignacio (2001). *El deber de secreto de los administradores de sociedades anónimas y limitadas*. Madrid: Civitas.
- GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier (2016). “Aspectos generales de las operaciones de adquisición de empresas”, en Rafael SEBASTIÁN (dir.). *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*. Madrid: Wolters Kluwer.
- GARCÍA, Juan (1994). “El protocolo de adquisición”, en Rafael ACOSTA, Juan Manuel MORENO-LUQUE y José Luis URQUIJO (eds.). *Adquisición de sociedades no cotizadas*. Bilbao: Deusto.
- GASPAR, José Antonio (2011). “Uso de información privilegiada”. *Revista Chilena de Derecho Privado*, n.º 17. Santiago.
- GILOTTA, Sergio (2012). “Disclosure in Securities Markets and the Firm’s Need for Confidentiality: Theoretical Framework and Regulatory Analysis”. *European Business Organization Law Review*, vol. 13, No. 1. Cambridge.
- GUZMÁN, Francisco José (2007). *Información privilegiada en el mercado de valores*. Santiago: LexisNexis.
- 44 HAZEN, Thomas Lee (2002). *The Laws of Securities Regulation*, fourth edition. Saint Paul: West Group.
- ISLAS, Gonzalo y Osvaldo LAGOS (2020). “Detrás de la cascada: el rol de las instituciones jurídicas en la estructura de mercado en Chile”. *Economía y Política*, vol. 7, n.º 2. Santiago.
- JOHNSON, Simon, Rafael LA PORTA, Florencio LÓPEZ-DE-SILANES & Andrei SHLEIFER (2000). “Tunneling”. *The American Economic Review*, vol. 90, No. 2. Pittsburgh.
- LARENZ, Karl (1994). *Metodología de la ciencia del derecho*. Barcelona: Ariel.
- LARRAÍN, Borja & Francisco URZÚA (2013). “Controlling shareholders and market timing in share issuance”. *Journal of Financial Economics*, vol. 109, No. 3. Amsterdam.
- MARDONES, Marcelo (2018). *Modificaciones estructurales de sociedades. Fusiones, divisiones y transformaciones*. Santiago: Thomson Reuters.
- MARDONES, Marcelo (2022). *Lecciones de derecho económico: regulación económica de los mercados*. Valencia: Tirant lo Blanch, vol. II.
- MARTÍNEZ, Maite (2015). “Los supuestos de exoneración del deber de información a los accionistas por los administradores (art. 197.3 LSC)”. *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º 45. Cizur Menor.
- PAZ-ARES, Cándido (2015). “Anatomía del deber de lealtad”. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º 39. Madrid.
- PAZ-ARES, Cándido (2023). “¿Existe un deber de legalidad de los administradores?”. *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 330. Madrid.

- PAZ-ARES, Cándido y Rafael NÚÑEZ-LAGOS (2016). “La actuación del órgano de administración en la compra y venta de la sociedad: los conflictos de interés”, en Rafael SEBASTIÁN (dir.). *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*. Madrid: Wolters Kluwer.
- PRADO, Arturo (2003). “Acerca del concepto de información privilegiada en el mercado de valores chileno: Su alcance, contenido y límites”. *Revista Chilena de Derecho*, vol. 30, n.º 2. Santiago.
- PUGA, Juan Esteban (2020). *La sociedad anónima y otras sociedades por acciones en el derecho chileno y comparado*, 3ª ed. actualizada y aumentada. Santiago: Editorial Jurídica de Chile, vol. II.
- PYUN, Sarah (2021). “Updating the Duty to Update: Harmonizing a Continuous Duty with a Periodic Disclosure Regime”. *Columbia Business Law Review*, No. 2. New York.
- SALAH, María Agnes (2005). *Responsabilidad por uso de información privilegiada en el mercado de valores*. Santiago: LexisNexis.
- SÁNCHEZ, Fernando (2005). *Los administradores en las sociedades de capital*. Cizur Menor: Thomson/Civitas.
- SUÁREZ, Soledad (2015). “El deber de secreto de los administradores de las sociedades de capital”. *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º 45. Cizur Menor.
- VÁSQUEZ, María Fernanda (2010). “Caso LAN y uso de información privilegiada: Un análisis de la correcta delimitación de las infracciones legales”. *Ius et Praxis*, vol. 16, n.º 2. Talca
- WARMUS, Andrew J. (2006). “Qualitative Disclosure under Amended Form 8-K: The Preface to an Avalanche of Trivial Information”. *Marquette Law Review*, vol. 89, No. 4. Milwaukee.
- ZEGERS, Matías (s.d.). “Grupos empresariales e información: ¿es un privilegio de los directores del controlador?”. Disponible en <https://centrogobiernocorporativo.uc.cl/investigacion/publicaciones/67-grupos-empresariales-e-informacion/file> [fecha de consulta: 2 de noviembre de 2024].
- ZEGERS, Matías e Ignacio ARTEAGA (2004). “Interés social, deber de lealtad de los directores y conflictos de interés en empresas multinacionales: un análisis comparado con la legislación de los Estados Unidos de América”. *Revista Chilena de Derecho*, vol. 31, n.º 2. Santiago.

### *Normas citadas*

- CMF, NCG n.º 30, establece Normas de Inscripción de Valores de Oferta Pública en el Registro de Valores; su Difusión, Colocación y Obligaciones de Información Consiguientes. Deroga Normas de Carácter General que Indica. 10 de noviembre de 1989.
- CMF, NCG n.º 104, establece Normas Respecto de Tomas de Control y de las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAs). 5 de enero de 2001.

- Code of Federal Regulations*. Disponible en [www.ecfr.gov/](http://www.ecfr.gov/) [fecha de consulta: 21 de enero de 2025].
- Decreto N° 702 del Ministerio de Hacienda, Nuevo Reglamento de Sociedades Anónimas. *Diario Oficial de la República de Chile*, Santiago, 6 de julio de 2012.
- Form 8-K. Current Report pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934, Securities and Exchange Commission, United State (OMB Number: 3235-0060). Disponible en <https://omb.report/omb/3235-0060> [fecha de consulta: 10 de julio de 2025].
- Ley n.º 18045 de Mercado de Valores. *Diario Oficial de la República de Chile*, Santiago, 22 de octubre de 1981.
- Ley n.º 18046 de Sociedades Anónimas. *Diario Oficial de la República de Chile*, Santiago, 22 de octubre de 1981.
- Model Business Corporation Act. Official Text with Official Comments and Statutory Cross-References Revised through December 2010. American Bar Association, Business Law Section.
- Real Decreto Legislativo 1/2010, texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. *Boletín Oficial del Estado*, Madrid, 2 de julio de 2010.

### *Jurisprudencia citada*

- 46 Aronson v. Lewis (1984): Delaware Supreme Court, March 1, 1984, 473 A.2d 805, 813. Disponible en <https://law.justia.com/cases/delaware/supreme-court/1984/473-a-2d-805-4.html>
- CMF, oficio ordinario n.º 32696, de 5 de diciembre de 2018.
- CMF, oficio ordinario n.º 11479, de 15 de abril de 2019.
- CMF, oficio ordinario n.º 39916, de 2 de mayo de 2023.
- CMF, resolución exenta n.º 7222, de 29 de septiembre de 2023.
- SVS, oficio ordinario n.º 19145, de 17 de julio de 2008.
- SVS, oficio ordinario n.º 22424, de 7 de diciembre de 2009.
- SVS, oficio ordinario n.º 16606, de 28 de agosto de 2010.
- SVS, oficio ordinario n.º 4418, de 10 de febrero de 2014.
- SVS, oficio ordinario n.º 16858, de 10 de agosto de 2015.
- SVS, oficio ordinario n.º 11906, de 13 de mayo de 2016.
- SVS, oficio ordinario n.º 21197, de 29 de agosto de 2016.
- SVS, oficio ordinario n.º 22766, de 13 de septiembre de 2016.
- SVS, oficio ordinario n.º 30979, de 6 de diciembre de 2016.
- SVS, oficio ordinario n.º 3109, 31 de enero de 2017.
- SVS, oficio ordinario n.º 12540, de 10 de mayo de 2017.
- SVS, oficio ordinario n.º 29237, de 31 de octubre de 2017.
- SVS, resolución exenta n.º 431, de 15 de julio de 2008.

SVS, resolución exenta n.º 854, de 31 de diciembre de 2009.

SVS, resolución exenta n.º 150, de 24 de febrero de 2010.

SVS, resolución exenta n.º 432, de 15 de julio de 2008.

#### SIGLAS Y ABREVIATURAS

art.	artículo
arts.	artículos
CMF	Comisión para el Mercado Financiero
dir.	director
ed.	editor <i>a veces</i> edición
eds.	editores
etc.	etcétera
FECU	ficha estadística codificada uniforme
inc.	inciso
LSA	Ley n.º 18046 de Sociedades Anónimas
LSC	Ley de Sociedades de Capital española
LMV	Ley n.º 18045 de Mercado de Valores
MOU	memorandum of understanding
n.	número
n.º	número
No.	number
NCG	norma de carácter general
NDA	non-disclosure agreement
OPA	oferta pública de adquisición de acciones
ORCID	Open Researcher and Contributor ID
p.	página
pp.	páginas
RSA	Decreto n.º 702, Nuevo Reglamento de Sociedades Anónimas
s.	section
s.d.	<i>sine data</i> , sin fecha
SEC	Securities and Exchange Commission
ss.	siguientes
SVS	Superintendencia de Valores y Seguros
UC	Universidad Católica
v.	versus
vol.	volumen
www	World Wide Web