



Premio “Tribunal Constitucional” 2014

MENCIÓN HONROSA

CONTROL ADMINISTRATIVO DE LA
SUPERINTENDENCIA DE VALORES
Y SEGUROS SOBRE HIPÓTESIS DE USO
DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA.
ANÁLISIS JURISPRUDENCIAL

CARLA RAQUEL BRAVO QUINTANA
ESTEBAN ADOLFO BARRA OLIVARES



Premio “Tribunal Constitucional” 2014

MENCIÓN HONROSA

CONTROL ADMINISTRATIVO DE LA
SUPERINTENDENCIA DE VALORES
Y SEGUROS SOBRE HIPÓTESIS DE USO
DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA.
ANÁLISIS JURISPRUDENCIAL

CARLA RAQUEL BRAVO QUINTANA
ESTEBAN ADOLFO BARRA OLIVARES

TRIBUNAL CONSTITUCIONAL
Teléfono [56-2] 721 92 00 • Fax [56-2] 721 93 03
Apoquindo N° 4.700, Las Condes, Santiago de Chile
secretaria@tcchile.cl
www.tcchile.cl

CUADERNOS DEL TRIBUNAL CONSTITUCIONAL

Inscripción N° 250.784
Derechos Reservados
Marzo de 2015

Director de Publicaciones
Cristián García Mechsner

Primera edición
300 ejemplares

Diseño e impresión
versión | producciones gráficas Ltda.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	9
CAPÍTULO I	
INFORMACIÓN Y MERCADO DE VALORES	15
1. Consideraciones preliminares	15
1.1. Importancia del mercado de valores y presupuestos básicos	17
1.2. Rol de la información	17
2. Anomalías o fallas en el mercado	23
2.1. Abuso de mercado. Hipótesis	23
2.2. La cuestión acerca de regular o no	26
2.3. Formas de detección y sanción	30
CAPÍTULO II	
REGULACIÓN COMPARADA: EE.UU. Y LA U.E.	35
1. Regulación en EE.UU.	36
1.1. Evolución de su regulación	36
1.2. Regulación y sanción	38
2. UE.....	43
2.1. Evolución de su regulación	43
2.2. Regulación y sanción	48
CAPÍTULO III	
PRINCIPIOS PARA UN CONTROL ÓPTIMO	51
1. En el ámbito normativo	52
2. En el ámbito sancionatorio	55
CAPÍTULO IV	
REGULACIÓN NACIONAL. EL CASO CHILENO	59
1. Introducción	59

1.1. Mercado de valores chileno y origen de nuestra normativa de valores.....	59
1.2. Evolución de la regulación y tipología de sanciones. Historia de la ley	61
2. Regulación actual	65
2.1. Deber de informar	66
2.2. Concepto de información privilegiada	68
2.3. Deberes y prohibiciones	70
2.4. Sanciones	73
2.4.1. Sanción Civil	73
2.4.2. Sanción Penal	74
2.4.3. Sanción Administrativa	75

CAPÍTULO V

SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS.

CONTROL ADMINISTRATIVO DEL USO DE INFORMACIÓN

PRIVILEGIADA. ANÁLISIS DE CASOS	79
1. Consideraciones sobre el rol misión y facultades de la SVS	79
2. Análisis de casos	81
2.1 Sujetos sancionados	83
2.2. Tipos constitutivos de infracción por uso de información privilegiada	90
2.3 Concepto de información privilegiada. Tipos y contenido de la información que debe tenerse como privilegiada	100
2.4 Sanciones aplicadas	112
CONCLUSIONES	125
BIBLIOGRAFÍA	137
ABREVIATURAS	141

**CONTROL ADMINISTRATIVO DE LA
SUPERINTENDENCIA DE VALORES
Y SEGUROS SOBRE HIPOTESIS DE USO
DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA.
ANÁLISIS JURISPRUDENCIAL***

CARLA RAQUEL BRAVO QUINTANA
ESTEBAN ADOLFO BARRA OLIVARES

* Memoria para optar al Grado Académico de Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales. Profesor Guía: José Luis Cárdenas Tomazic.

INTRODUCCIÓN

La información y su conexión con el mercado de valores es un tema que desde un tiempo a esta parte ha generado un gran interés a nivel mundial. La expansión de los mercados, y en general de la actividad financiera como motor de la economía mundial, es un fenómeno que ha repercutido en mayor o menor medida en que haya una mayor atención en torno a los fenómenos que los rodean. Entre ellos las anomalías relativas a la información.

A nivel mundial escándalos financieros como los de las empresas Enron, Tyco International, WorldCom y Peregrine Systems han derivado en regulaciones más fuertes y políticas fiscalizadoras más eficientes en pos de proteger la economía y en particular a los inversionistas como principales afectados durante las crisis¹.

Quizás una de las razones que explican esta especial atención en nuestro país es la aparición de algunos casos de gran connotación pública, como fue el denominado “Caso Piñera”, el caso “D&S-Falabella” o el reciente caso “La Polar”².

¹ La Ley Sarbanes-Oxley (también llamada SOx, SarbOx o SOA) es un ejemplo de ello. Se dictó el año 2002 con la finalidad de monitorear a las empresas que cotizan en la bolsa de valores, evitando que las acciones de las mismas sean alteradas de manera dudosa, evitando así fraudes y riesgo de bancarrota, protegiendo con ello al inversor. En lo que respecta al presente estudio, la mencionada ley aumentó además las penas criminales y civiles por las violaciones al mercado de valores. Además de esto, es especialmente interesante el que se aplique a todas las empresas que coticen en la NYSE (Bolsa de Valores de Nueva York), así como a sus filiales, por lo que tiene un alcance, en la práctica supranacional. Para un examen de ella y su impacto ver: KLIMKO, Justin G. The Sarbanes Oxley Act. Possible Impact on privately held companies. [en línea] Michigan Bar Journal. Michigan, 2004 <<http://www.michbar.org/journal/pdf/pdf4article696.pdf>> [consulta: 10 mayo 2013]; y PRIMACK, STEPHEN. The Financial Impact of the Sarbanes-Oxley Act on Small vs. Large US Public Companies [en línea] Universidad de Berkeley. (Año Mayo 2004) <<http://live.econ.berkeley.edu/sites/default/files/Primack.pdf>> [consulta: 10 mayo 2013]. Para la versión de la misma ver referencia en línea: <<http://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>>

² Para un examen de los casos de referencia ver: <http://www.emol.com/tag/1017/caso-la-polar.html>, <http://diario.latercera.com/2011/02/12/01/contenido/negocios/10-59081-9-el-debate-tras-acuerdo-en-caso-falabellad-s.shtml> y VÁSQUEZ PALMA, MARÍA FERNANDA. Caso Lan y uso de información privilegiada: un análisis de la correcta delimitación de las infracciones

Ello junto a la expansión del mercado de valores, en tanto medio de transferencia de recursos financieros de gran relevancia para la economía de nuestro país, han hecho que tanto el debate académico, como la regulación y control del mismo hayan aumentado considerablemente en el último tiempo³.

En efecto, el mercado de valores se erige como una de las zonas más vitales de una economía de mercado⁴, ya que proporciona a las empresas acceso a capital,

legales. En *Ius et Praxis* [en línea]. 2010, vol.16, n.2. pp. 461-484. <http://www.scielo.cl/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0718-00122010000200017&lng=es&nrm=iso> [consulta: 10 mayo 2013]

³ En cuanto al debate académico, cabe señalar que en un inicio éste se centraba en si convenía prohibir o no el uso de información privilegiada, existiendo un número importante de autores que estaban por la negativa, principalmente en base a argumentos relativos a que sería ineficiente hacerlo. En la actualidad se podría decir que la necesidad de regular ciertas fallas de determinados mercados es una cuestión aceptada por la mayoría de la doctrina, difiriendo en aspectos como su intensidad y extensión. Para un examen de los argumentos de los detractores de su regulación vía legal están los artículos de CARLTON, DENNIS y FISCHER, DANIEL. *The Regulation of Insider Trading*. *Stanford Law Review*. vol. 35, n.5. 1983. p. 857-895; o MANNE, HENRY. *Insider Trading and the Stock Market*. New York: The Free Press, 1966. pp. xiii, 274. En Chile se podría decir que el debate tardó un tiempo en llegar, y reprodujo lo ocurrido en EE.UU. Gran parte de la doctrina nacional de hecho sigue sosteniendo argumentos que tienden a la restricción de los supuestos a sancionar por uso de información privilegiada. Uno de los autores quizás más representativos de esta corriente es ALCALDE, ENRIQUE. *Uso de Información Privilegiada: algunas consideraciones sobre el sentido y alcance de la prohibición en relación con su sujeto, objeto y sanción*. *Revista Chilena de Derecho*. Vol. 27, n. 1. (Enero/Marzo 2000). pp. 11-28. Por otro lado, el profesor GIESZE, CRAIG en *Análisis económico de la Información Privilegiada en el Mercado de Valores ¿justicia ineficiente?*. *Revista Chilena de Derecho*. Vol. 26, n. 4 (Octubre / Diciembre 1999), pp. 799-838, usando la tesis del economista Gary Becker, postula que la solución más eficiente sería el establecimiento de elevadas multas (inclusive hasta la fortuna del infractor), por sobre la pena de cárcel. Dicho debate se ha reflejado, como se examinará en detalle más adelante, tanto en las reformas legislativas que han tendido a una mayor regulación como en el aumento de número de casos sancionados. A modo de referencia cabe indicar que desde la entrada en vigencia de la ley de mercado de valores en 1981 al año 1995 se cursaron en total 5 sanciones por uso de información privilegiada, en el período que va entre los años 1996 al 2003 el número aumentó a 7, mientras que en el período que va entre el año 2004 a 2011 se cursaron un total de 37 sanciones.

⁴ Tradicionalmente se ha considerado que los mercados financieros son una herramienta de asignación eficiente de recursos. La eficiencia dependerá de la estructura de los sistemas, sea que éstos se basen en el mercado (paradigmáticamente EEUU y Gran Bretaña) o en el crédito, administrado este último por instituciones públicas (Francia y Japón) o privadas (Alemania). En relación a esto, ver: ZYSMAN, JOHN. “Governments, Markets, and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change”. Cornell University Press. Ithaca, 1983; ALLEN y GALE “Financial contagion” *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, vol. 108(1), pages 1-33, (Febrero 2000); y DEMIRGUC, KUNT Y LEVINE. “Financial Structure and Economic Growth: A Cross-country Comparison of Banks, Markets, and Development. The MIT press. 2001. De acuerdo a Allen y Gale un sistema ideal se basa en el juego de ambos componentes, tanto el financiamiento bancario como el del mercado de capitales. Una opinión similar puede encontrarse en CEPAL. *Financiamiento para el desarrollo: América Latina desde una*

al mismo tiempo que otorga a los inversores una parte de la propiedad en la empresa junto con un potencial de ganancias sobre la base del rendimiento futuro la misma⁵. En otras palabras, el mercado de valores lo que hace es combinar las variables de ahorro y de inversión de modo que aquellos recursos que ciertos sujetos poseen en exceso, no se queden inmóviles, sino que se utilicen como herramienta para generar más riqueza, y por lo tanto se destinen a determinadas actividades de manera más eficiente.

La idea que hay detrás de todo esto, es que los recursos deben estar allí donde son más eficientes, esto es, donde produzcan más riqueza a un menor costo⁶. De ello dependerá en gran medida el crecimiento económico de un país, lo que a la larga redundará en un mayor bienestar de la población. En este sentido, una de las principales razones de la existencia de los mercados de valores es la facilidad con que es posible transferir activos financieros sin que estos experimenten una gran pérdida de valor. Esto es lo que en términos económicos se denomina liquidez. De esta manera, el mercado de valores disminuye los costos del intercambio, proporcionando una medida rápida, exacta y gratuita del valor real de los activos financieros que en él se intercambian⁷, constituyendo así, además de un método de asignación eficiente de recursos, una buena herramienta de valoración de activos financieros.

Es por esta razón que el correcto funcionamiento del mercado de valores se constituye no solo como una necesidad para una asignación eficiente de recursos en un mercado específico, que incumbe sólo a los agentes que participan en él, sino que se impone como una necesidad para el desarrollo económico de un país entero.

La eficiencia y competitividad de los mercados, en especial el de valores, afecta también la posición de un país como centro financiero a nivel internacional. Esto, pues mientras más eficiente y competitivo sea el mercado más atractivo

perspectiva comparada. ECLAC Publicaciones. 2006. <http://www.eclac.cl/publicaciones/xml/0/27230/lcg2316e.pdf> En este estudio se advierte la importancia de los mercados de capitales, al tiempo que se constata el bajo desarrollo de los mercados de capitales en América Latina y la necesidad de profundizarlos.

⁵ En este sentido el inversionista podrá obtener ganancias a través de dos vías: por medio de la utilidad o mayor valor reportado al vender las acciones de las que es dueño a un precio superior al que las adquirió (“ganancia de capital”), y por medio de los flujos de dinero que recibe el accionista por cada acción que éste posee de parte de la sociedad, cada cierto período de tiempo (“dividendos”). El precio de las acciones estará, en teoría, determinado por el valor presente de los flujos futuros provenientes de dichos conceptos. Mayor información sobre estos aspectos generales puede encontrarse directamente en la página web de la Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores, <<http://www.bolsadesantiago.com/index.aspx>>

⁶ CEPAL. Op. Cit. (n.4)

⁷ ARAGONÉS, JOSÉ y MASCAREÑAS, JUAN. La eficiencia y el equilibrio en los mercados de capital [en línea]. Universidad Complutense de Madrid. Madrid. p.76. <<http://www.ucm.es/info/jmas/temas/eficienc.pdf>> [consulta: 10 junio 2011].

será invertir en él. El equilibrio entre la utilidad esperada y el riesgo soportado será un buen incentivo para atraer capitales extranjeros⁸, cuestión que se torna especialmente relevante en las economías en vías de desarrollo, como la nuestra, pues dependen en gran medida de la inversión extranjera para poder producir riqueza.

En este contexto, una de las cuestiones centrales a considerar a la hora de analizar la forma de regular ciertas fallas del mercado como es la asimetría severa de información, es la importancia de un buen funcionamiento del mercado de valores para la economía de un país. La información disponible es uno de los elementos centrales en el proceso de formación de los precios de los valores y en ese sentido determinante en la eficiencia de los mercados⁹.

Las personas que invierten en el mercado de valores toman sus decisiones de inversión, principalmente en atención a la información que disponen acerca de las empresas en las cuales han decidido invertir. El riesgo asumido al invertir en el mercado de valores, si bien es compensado por la posibilidad de obtener una rentabilidad, supone también tener cierta certeza en que los recursos están siendo invertidos en instrumentos sobre los cuales se posee información suficiente, pues el único riesgo que un inversor debe asumir es el inherente al negocio en el que invierte, pero no el que el instrumento tenga un valor real distinto al que se cotiza. De ahí que la información se constituya como un factor de confianza importante a la hora de captar los recursos de aquellos sujetos con excedentes, los que al momento de invertir tendrán sin duda en consideración la información disponible¹⁰.

⁸ *Ibíd.* p. 78. En efecto, en la medida en que el precio de mercado del título se aproxime al valor real o intrínseco del título transado, los inversores obtendrán un rendimiento sobre su inversión adecuado para el nivel de riesgo asumido.

⁹ GARCÍA, MARÍA. Ética, equidad y normas de conducta en los mercados de valores: la regulación del abuso de mercado. [en línea] ICE: Revista de economía. España. <<http://dialnet.unirioja.es/servlet/oaiart?codigo=1292671>>. [consulta: 10 junio 2011] p. 163 y ss. Para la autora, además, la simetría informativa entre los participantes afecta positivamente al contenido informativo de los precios, aumenta la competencia entre los participantes y mejora la liquidez del mercado. Para SALAH, MARÍA AGNES. Responsabilidad por uso de información privilegiada en el mercado de valores. Lexis Nexis, Santiago. 2004 p. 5, la información en el ámbito financiero es definido como un bien económico, mediante el cual se pretende mejorar la asignación de recursos en la economía, tanto en lo que se refiere a la distribución de la riqueza entre los individuos como a la formación de capital productivo.

¹⁰ Cabe aclarar que con esto sólo estamos diciendo que la información es un factor importante que se toma en consideración a la hora de invertir, por ende no necesariamente estamos tomando una postura respecto de la alguna teoría de la decisión económica en el mercado de valores, toda vez que no se excluye per se la concurrencia de otros factores que también pudiesen intervenir en la toma de decisiones, pero que para efectos de este trabajo no son especialmente relevantes. Para SALAH, MARÍA AGNES (*Ibíd.*), citando a GÓMEZ INIESTA, DIEGO. La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores McGraw-Hill, Madrid. 1997. pp. 23-25., existen autores para los cuales la liquidez y la confianza en la inversión, entendida

Es por ello que en la actualidad existe una especial preocupación por evitar prácticas abusivas en el mercado de valores, y en definitiva propender a que el mercado sea lo más transparente posible en cuanto a lo que información se refiere. En este sentido, la atención se centra particularmente en dos fenómenos: el uso de información privilegiada y la manipulación o fraude de mercado¹¹, cuya principal consecuencia es distorsionar la libre formación de los precios de los valores. Consecuentemente con esto, es posible constatar una tendencia en la mayoría de las legislaciones en aras a fortalecer los mecanismos de difusión de información, ya sea estableciendo mayores deberes de información o elevando el estándar de calidad de la información emitida¹².

Tal como afirma Maria Nieves García Santos, ambas prácticas pueden englobarse en el término genérico de “manipulación de mercado”, ya que suponen una distorsión en la información disponible en el mercado dada la transferencia ilegítima de riqueza de aquellos con menos información a los que poseen más, y que por tanto, pueden provocar respuestas diferentes en los agentes participantes en la negociación.

Mientras el uso de información privilegiada supone un aprovechamiento por parte de quien posee cierta información antes de que ésta sea conocida por el resto de los participantes, manipulando su respuesta al privarlos de tal información, el difundir información falsa o tendenciosa no tiene otro fin más que manipular la oferta y demanda de los activos al hacer creer cierto estado de cosas que no es tal. El efecto de ambas prácticas redundando en lo mismo: se impide una correcta formación de los precios y por ende se imposibilita una asignación eficiente de los recursos.¹³

De ahí que la mayoría de las legislaciones además de regular el tipo de información, manera y oportunidad en que debe ser emitida, han establecido una serie de sanciones tanto administrativas como penales, cuya aplicación en principio ha quedado en manos de la autoridad administrativa, que en Chile corresponde a la denominada Superintendencia de Valores y Seguros (en adelante también SVS).

como el grado de seguridad jurídica y económica que se establece, forman también parte fundamental en la decisión de inversión.

¹¹ BAENA, NURIA. La Regulación del Abuso de Mercado en Europa y Estados Unidos. [en línea] Dirección de Estudios. Comisión Nacional de Mercado de Valores. Madrid. <www.cnmv.es/publicaciones/abusomercado.pdf> [consulta: 27 septiembre 2011] p.11. señala que “Las regulaciones actuales de la mayoría de los países concretan dos tipos de prácticas de mercados abusivas al distinguir entre la manipulación de mercados y el uso de información privilegiada”. Típicamente es un caso de fraude de mercado la difusión de información falsa o tendenciosa que supone un engaño.

¹² Sobre este tema ver el capítulo 3, apartado 3.1.1 relativo a la existencia de correctos mecanismos de divulgación de información.

¹³ GARCÍA, MARÍA. Op. Cit (n. 9) p. 163-164; y BAENA, NURIA. Op. Cit (n. 11) p. 9

Cómo esta entidad ha fiscalizado y sancionado dichas infracciones y bajo qué criterios es que ha aplicado las respectivas sanciones, es lo que se pretende analizar en el presente trabajo. Asimismo, se intentará establecer si dicha forma de fiscalización y sanción es eficaz dado el contexto normativo existente, en términos de restablecer los fundamentos de un mercado de valores que asigne eficientemente los recursos, en concreto, en lo que respecta al objetivo de minimizar al máximo un tipo de manipulación de mercado específico como es el uso de información privilegiada.

Para efectos de lo anterior, el presente trabajo se estructura de la siguiente manera: en primer lugar se hará una referencia al marco teórico en que se sitúa el problema del uso de información privilegiada. Para ello se analizará someramente la importancia de los mercados de valores, su justificación, el rol que cumple la información para su adecuado funcionamiento, y cuáles son las anomalías o fallas que se presentan a propósito de ésta. En este contexto se hará un breve examen acerca de la discusión sobre la conveniencia o no de regular cuestiones relativas al uso indebido de información privilegiada, en tanto hipótesis de falla de mercado, para luego dar cuenta de las formas de detección y sanción posibles.

A continuación se hará una revisión de la regulación comparada del uso de información privilegiada. El análisis se centrará principalmente en dos focos: EE.UU. y la Unión Europea, que son los que a nuestro juicio representan los dos paradigmas de la regulación comparada, constituyendo además dos de los centros económicos y financieros importantes a nivel mundial.

En tercer lugar, antes de pasar a analizar el caso chileno, principal objeto de estudio de esta memoria, se hará un breve examen de los criterios básicos que a nuestro juicio debe cumplir un control eficiente que propenda a disminuir las asimetrías severas de información.

Finalmente se analizará en profundidad cómo se ha regulado y sancionado administrativamente en Chile el uso de información privilegiada. En el capítulo cuarto se dará cuenta de cuál ha sido la evolución que ha experimentado la regulación nacional desde sus inicios a la fecha y cómo es el panorama actual en lo que a legislación se refiere. Para por último, en el capítulo quinto, hacer el examen concreto del control y sanción administrativa. Para ello se hará un análisis jurisprudencial de todos los casos sancionados por la SVS por infracción a la ley de mercado de valores por uso de información privilegiada, desde el inicio de la regulación hasta el año 2011. Como método de ordenación, el análisis se va a estructurar en torno a cuatro aspectos, a saber, sujetos sancionados, conductas sancionadas, tipo de información, y sanción impuesta.

CAPÍTULO I

INFORMACIÓN Y MERCADO DE VALORES

1. CONSIDERACIONES PRELIMINARES

En términos generales un mercado puede ser definido como aquel lugar donde se produce un intercambio o como la instancia donde se contactan libremente los potenciales compradores y vendedores de un determinado bien o servicio¹⁴. Así, existirán tantos tipos de mercados como servicios o bienes se transen, y el precio de éstos será fijado en principio (e idealmente) por el libre juego de la oferta y la demanda.

Por su parte, el capital puede ser entendido como un factor de la producción conformado por todos los bienes duraderos producidos por la economía para ser utilizados en el proceso de producción, y cuyo rasgo fundamental radica en su potencialidad de producir más y mejores bienes, sacrificando de alguna manera el consumo presente en pos de mayores utilidades futuras¹⁵.

El mercado de capitales se encuentra entonces íntimamente ligado con la economía y el crecimiento de un país y junto con otros mercados, como el bancario, constituyen el denominado mercado financiero.

En este sentido, el mercado de capitales o valores aparece como aquel donde se intercambian todos aquellos instrumentos representativos de valor y que pue-

¹⁴ NOVOA, RAÚL y NOVOA, GABRIELA. Derecho del Mercado de Capitales, Ed. Jurídica de Chile, Chile. 1997. p. 19. Desde la perspectiva del economista Gregory Mankiw, un mercado es “un grupo de compradores y vendedores de un determinado bien o servicio. Los compradores determinan conjuntamente la demanda del producto, y los vendedores, la oferta”. MANKIW, GREGORY. Principios de Economía. McGraw-Hill. 2 ed. Madrid. 2002.

¹⁵ NOVOA, RAÚL y NOVOA, GABRIELA. Op. Cit. (n. 14) p. 21-22.

de ser definido como aquel conjunto de instituciones, instrumentos financieros y canales que hacen posible el flujo de capitales desde las personas que ahorran hasta las que invierten¹⁶. En el fondo, el mercado de valores, lo que hace es combinar las variables de ahorro e inversión con el fin de que aquellos recursos que ciertas personas poseen en exceso sean invertidos allí donde generen más riqueza. La existencia de un mercado de capitales eficiente facilita en este sentido el flujo ahorro-inversión, y por esa vía promueve el desarrollo económico de un país¹⁷.

Dentro de los instrumentos financieros que se transan en él, se encuentran los instrumentos representativos de propiedad, típicamente las acciones, los instrumentos representativos de deuda, como son los bonos, y los instrumentos derivados, que representan obligaciones o alternativas de compra o venta en época futura.

Todos ellos se transan generalmente en las bolsas de valores, que cumplen la función de proveer a todos los agentes, de un lugar de reunión para efectuar la transacción, constituyendo en el fondo entidades cuyo objeto es promover entre sus miembros la implementación necesaria para que puedan realizar eficazmente las transacciones de valores mediante mecanismos continuos de subasta pública y demás actividades de intermediación de valores que procedan en conformidad a la ley¹⁸.

En él participan básicamente tres clases de personas: los oferentes o emisores por un lado, los demandantes o inversionistas por otro, y finalmente los intermediarios. Son oferentes todas aquellas personas o instituciones que poseen exceso de recursos y que los destinan a la inversión; demandantes aquellos que poseen déficit de recursos y que desean financiamiento; y son intermediarios todos aquellos sujetos cuya función es reunir a oferentes y demandantes para efectos de realizar el intercambio, típicamente son intermediarios los corredores de bolsa.

En Chile los primeros intentos de crear una bolsa de valores se realizaron en 1840 con muy poco éxito, creándose la primera recién el año 1893, año en que se fundó la Bolsa de Comercio de Santiago, a la que siguió la fundación de la Bolsa de Valparaíso el año 1898, y la Bolsa Electrónica de Chile creada el año 1989¹⁹.

¹⁶ ALLEN, FRANKLIN y GALE, DOUGLAS. Comparative Financial Systems: A Survey. 2001 [en línea] <<http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/01/0115.pdf>>. [consulta: 10 de Agosto 2011] p. 1.

¹⁷ Según ARRAU, PATRICIO, En la economía chilena “El mercado de capitales es esencial para asignar eficientemente los recursos de ahorro hacia los distintos proyectos de inversión que crean empleo y riqueza para los chilenos. Su aporte como columna vertebral del sistema económico excede en mucho su aporte directo al PIB nacional”. En: El Mercado de Capitales Chileno: Un Necesario Big-Bang Para el Crecimiento. CEP Chile. p. 334 www.cepchile.cl/dms/archivo_3281_1638/10_arrau.pdf [consulta: 10 de Agosto 2011]

¹⁸ NOVOA, RAÚL y NOVOA, GABRIELA. Op. Cit. (n. 14). p. 61.

¹⁹ Para un estudio acerca del desarrollo en Chile de la Bolsa de Comercio, especialmente la de Santiago, ver WORMALD, GUILLERMO y BRIEBA, DANIEL. La Bolsa de Comercio de Santiago

En este contexto es posible afirmar que la relación entre el mercado de valores y la economía de un país es muy estrecha y su característica, regulación y desarrollo va a estar en gran medida vinculado tanto a aspecto legales como políticos. En el fondo, el marco en el cual éste se desarrolle va a estar influido por el corte o tipo de gobierno y el grado de intervención que éste tenga en la economía, y de ahí que tanto su existencia como su eficacia se expliquen en base a cuestiones normativas y políticas, además de económicas²⁰. La inestabilidad financiera de un estado tiene consecuencias macroeconómicas de primer orden, lo que hace que haya una especial preocupación por parte de los gobiernos en cuanto a su evitación, dado el riesgo sistémico que envuelve²¹.

En efecto, se ha dicho que una de las principales razones de la existencia de los mercados de valores es la facilidad con que es posible transferir activos financieros sin que estos experimenten una gran pérdida de valor, lo que en términos económicos, como ya se indicó, se denomina liquidez. Como se señaló esto disminuye los costos del intercambio pues proporciona una medida rápida, exacta y gratuita del valor real de los activos financieros que en él se intercambian.²²

1.1. IMPORTANCIA DEL MERCADO DE VALORES Y PRESUPUESTOS BÁSICOS

1.2. Rol de la información

En un mercado de valores, la información es uno de los elementos más importantes a la hora de examinar, por un lado, la captación de posibles inversionistas y por otro, la correcta formación de los precios de los valores que se transan en él.

Las personas que invierten en el mercado de valores toman sus decisiones de inversión en gran medida en atención a la información que disponen acerca de las entidades en las cuales han decidido invertir. Por lo mismo, a la hora de efectuar una decisión de inversión, ésta constituye un factor de confianza importante (no el único, por cierto), que va a influir en primer lugar, en la magnitud de la inversión que se está dispuesto a entregar (cuánto invertir), y en segundo lugar, en la elección del destinatario de los recursos (dónde invertir).

En efecto, el vínculo empresa-mercado, dado a través de la información, emerge como un vínculo especialmente relevante, toda vez que es capaz de con-

de Chile: un análisis institucional. En: Proyecto de investigación comparativo Institutions and Development. Working Paper Series. Princeton University. 2006.

²⁰ ALLEN, FRANKLIN y GALE, DOUGLAS. Op. Cit. (n. 16). 2001. p. 2.

²¹ LARRAIN, GUILLERMO y LARRAIN, MATÍAS. Hacia una reforma de la institucionalidad financiera en Chile. [En línea] Documento de trabajo N° 12. Facultad de Gobierno Universidad del Desarrollo. Diciembre de 2010. <<http://gobierno.udd.cl/files/2011/04/Paper-N%C2%BA12.pdf>> [Consultado 29 octubre 2011]. Ver también MARTINEZ, JOSÉ ANTONIO y CALVO, JOSÉ LUIS. Banca y Mercados Financiero. Tirant lo Blanch, Valencia. 2012. pp. 15 y ss.

²² ARAGONÉS, JOSÉ y MASCAREÑAS, JUAN. Op. Cit. (n. 7) p. 76.

dicionar el acceso, la magnitud y las condiciones del financiamiento de los inversores. Es admitido en el plano teórico y con mayor firmeza aún por practicantes de las finanzas, que la existencia de fuertes asimetrías en materia de información constituye un aspecto decisivo a la hora de definir el acceso y las condiciones del financiamiento en mercados eficientes²³. Mucho más en los considerados emergentes o en desarrollo, donde constituiría una fuente segura de segmentación.²⁴ De ahí que se haya planteado, en el contexto de las finanzas corporativas, que las decisiones sobre información integren el trípode determinante del valor reconocido por el mercado, junto con las decisiones de financiamiento y de inversión²⁵.

Si consideramos que el inversionista lo que busca principalmente al invertir en el mercado de valores es optimizar la relación entre riesgo y rentabilidad, y a esto le agregamos que una de las principales razones de la existencia del mercado de valores es la liquidez, entendida como la facilidad con que los activos financieros se transfieren sin pérdida de valor²⁶, tenemos que cuando un inversionista compra acciones está asumiendo el riesgo de que el valor de la acción varíe. Cuanto más pequeña sea la diferencia entre precio comprador y precio vendedor mayor será la liquidez del activo en cuestión, mientras que cuando la diferencia sea mayor la liquidez será menor, y por tanto, el intermediario tendrá más riesgos de pérdida ante la imposibilidad de deshacerse del activo en un tiempo prudente sin que este se desvalore²⁷. Este riesgo inevitablemente va a ser asumido de ma-

²³ ALONSO, ALDO, LEGATO, ANA y VALETUTTO, MARIANO. Información y Volatilidad en el Mercado Financiero [en línea]. Información Tecnológica. vol. 17, n. 5. 2006. pp. 75-82. <http://www.scielo.cl/scielo.php?pid=S0718-07642006000500012&script=sci_arttext> [consulta: 25 septiembre 2011] p. 76. En el mismo sentido, para LARRAIN, GUILLERMO y LARRAIN, MATÍAS. Op. Cit. (n. 21) p. 8., en el mercado de capitales, “La clave está dada por la oportunidad y la calidad de la información que los emisores de valores ponen a disposición de los inversionistas”. En el mismo texto, LARRAÍN, GUILLERMO y LARRAÍN, MATÍAS, citando a COX, HILLMAN y LANGEVORT. Securities Regulation: Cases and materials. Aspen, New York. 2006. p. 115., señalan que “Cuán racional sea la decisión de comprar o vender un activo en el mercado de capitales, es función de la existencia de información confiable acerca de la condición financiera del emisor, sus productos, las condiciones de mercado, la administración, la competencia, y el marco regulatorio, entre otros factores”.

²⁴ *Ibíd.*

²⁵ En el contexto de las finanzas corporativas, esto es, el área del estudio de las finanzas que se centra en la forma en que las empresas pueden crear valor y mantenerlo a través del uso eficiente de los recursos financieros, la finalidad de maximizar las riquezas de los accionistas o propietarios de la empresa se consigue a través de la implementación de tres tipos de decisiones: las decisiones de inversión (en qué tipo de activos reales, tangibles o intangibles, es conveniente invertir), las decisiones de financiamiento (cómo obtener los fondos para adquirir los activos en que se ha decidido invertir y producir), y la política de dividendos (se relaciona con la opción de retener o repartir las utilidades obtenidas). MASCAREÑAS, JUAN. Introducción a las Finanzas Corporativas. Universidad Complutense de Madrid, Madrid. 2007. p. 2

²⁶ ARAGONÉS, JOSÉ y MASCAREÑAS, JUAN. Op. Cit. (n. 7). p. 77.

²⁷ *Ibíd.* p. 1.

por manera por aquellas personas que manejan cierta información, y que por lo tanto están de alguna forma seguras de que tal variación no será negativa, sino más bien le generará utilidades. Para el resto de los agentes, será especialmente relevante la actitud que adopten estas personas. Pues de alguna manera les indicará, a través de la variación del precio de las acciones respecto de la cual se tiene información, si lo conveniente es comprar o vender²⁸. Lo que, en todo caso, no excluirá que parte de los inversores con mayor aversión al riesgo, decidan no invertir en un mercado por no tener acceso directo a la información relevante.

Una pérdida en la confianza en el mercado de valores, a luz de lo expresado, se traducirá en una disminución en la cantidad de inversores dispuestos a participar en él, que ante un incremento en los riesgos (dado por la incertidumbre respecto de la información existente) buscarán otros mercados donde invertir, que le reporten mayor seguridad, como por ejemplo el mercado bancario. Se habla de que en estos casos habría una “huida” del mercado de valores, que tendría un efecto dañino en su profundidad y liquidez, producido por la falta de inversores interesados en participar en él²⁹. Es importante hacer notar en este punto que variadas legislaciones que han regulado el abuso de mercado en los últimos años, lo han hecho principalmente, para fortalecer el factor confianza, y así poder atraer inversores de otros países, como también para poder cumplir con ciertos estándares internacionales que la apertura de los mercados imponen³⁰.

Además del factor confianza, como incentivo importante para invertir en el mercado de valores, es posible identificar un segundo elemento no menos impor-

²⁸ *Ibíd.* p. 2. Este proceso se denomina “señalización”, y consiste básicamente en que ante la producción de información relevante, primero actuarán aquellos que poseen dicha información, beneficiándose y tomando ventaja de ser los primeros en tomar posición. Luego, reaccionarán los demás participantes, no porque la conozcan, sino porque la infieren de las variaciones en los precios producidas por los participantes que tienen acceso.

²⁹ Este impacto negativo en la liquidez del mercado además trae aparejado un aumento en el costo de la negociación, lo que hace que la formación de los precios sea menos eficiente y en consecuencia provoca un aumento en el costo del capital, que hace que muchas firmas sean reacias a enlistar sus acciones en un mercado que se sabe es manipulado. COMERTING-FORDE, CAROLE y PUTININS, TALIS. *Measuring Closing Price Manipulation*. [en línea] Australia. 2007 <http://cbe.anu.edu.au/schools/fas/documents/Measuring_Closing_Price_Manipulation.pdf> [consulta: 15 febrero 2012] p. 4

³⁰ Es el caso de Alemania, que reguló por primera vez el uso de información privilegiada el año 1994, con la promulgación de la Ley de Títulos de Valores (*Wertpapierhandelsgesetz*) para estar a tono con la normativa comunitaria. El caso de Alemania es especialmente interesante, pues ha experimentado un tránsito desde la autorregulación, hacia una regulación subjetivista (centrada en la calidad de iniciado o *insider*) para luego llegar a una regulación objetivadora amplísima, del uso de información privilegiada, donde lo central más que la calidad del sujeto, es la calidad de la información. Para un análisis más completo acerca de la regulación alemana ver BETZER, ANDRÉ, *et al.* *Insider Trading and Corporate Governance: The Case of Germany*, [en línea] Centro de investigación financiera. Documento de trabajo N° 07-07 [consulta: 25 de septiembre 2011] p. 5.

tante que el anterior, y que se encuentra directamente relacionado con la existencia de información (confiable) en el mercado. Se trata de la correcta formación de los precios de los valores.

Según la denominada “hipótesis de los mercados eficientes”, la información disponible en el mercado se refleja en el precio de los valores, de tal modo que habría una relación directamente proporcional entre ésta y la correcta formación de los precios. En otras palabras, en un mercado eficiente, a mayor y mejor información el precio del valor estará más cercano a su valor real intrínseco³¹. Por lo tanto, se concluye que uno de los presupuestos para tener un mercado eficiente es la simetría de información³².

Fama define los mercados eficientes como un “juego equitativo” en el que los precios de los títulos reflejan completamente toda la información disponible. Esto es, si los mercados son eficientes, los títulos estarán valorados para proporcionar un rendimiento acorde con su nivel de riesgo³³.

En este contexto, un mercado de capitales ideal, será aquel en el que las empresas se encuentran en condiciones de adoptar decisiones de producción e inversión, y los inversores pueden elegir entre los títulos que representan la propiedad sobre las actividades de las empresas, bajo el supuesto de que los precios de dichos títulos en cualquier momento reflejan totalmente toda la información disponible³⁴.

Ahora bien, un aspecto esencial de los mercados financieros es que sus participantes de hecho poseen diferente grado de información, existiendo algunos sujetos que siempre van a estar más y mejor informados que el resto (v. gr. directores, gerentes, grandes accionistas, corredores de bolsa, entre otros), ya sea porque por su posición están más cerca de donde se produce la información, o porque no teniendo una posición preferente tienen igualmente un mejor acceso (es el caso de los corredores de bolsa). Entonces cuando estas personas actúan en el mercado, la información que poseen se refleja en un incremento o baja en el precio de los valores, dependiendo de si la información es buena o mala. El resto de los agentes interpreta estas variaciones de precios, y entonces actúa³⁵.

³¹ ARAGONÉS, JOSÉ y MASCAREÑAS, JUAN. Op. Cit. (n. 7) p. 3.

³² LARRAIN, GUILLERMO y ARRAN, MATÍAS. Op. Cit. (n. 21). p. 6.

³³ *Ibíd.* p. 4.

³⁴ *Ibíd.* p. 8.

³⁵ Los profesores Jorge Gregorie y Salvador Zurita, explican el fenómeno de la siguiente forma: “Al interactuar con otros agentes a través del mercado, los precios reflejan la información que fue utilizada en estas decisiones, de modo que parte o toda la información privada puede ser inferida por los inversionistas que estaban inicialmente desinformados. Por ejemplo, si algunos inversionistas reciben una señal de malas noticias, van a vender la acción, y su precio caerá. Un inversionista desinformado puede inferir, por la caída en el precio que algo malo ocurre. Al ver el precio, puede estar menos dispuesto a comprar la acción que si no hubiese hecho ninguna inferencia de la caída del precio”. GREGORIE, JORGE y ZURITA, SALVADOR. Información y Mercado

En el fondo la hipótesis de los mercados eficientes postula que, al momento de realizar sus inversiones, los agentes que participan en el mercado de capitales, toman en cuenta toda la información relevante. Si la información relevante no se encuentra toda a disposición del público, la eficiencia del mercado se reduce porque ella sólo podría ser incorporada si los que la poseen operan en el mercado con asimetrías de información³⁶.

De ahí que el tipo de información que se refleja en el precio, pueda variar según el nivel de eficiencia en que nos encontremos. La relación precio/información disponible radica en que el primero es consecuencia del segundo, y en este sentido, un mercado será eficiente si el precio que se le atribuye a determinado valor en relación con cierta información disponible respecto de dicho valor, es igual al que hubiese tenido si todos los participantes hubiesen tenido acceso a la misma información. En el fondo, el mercado será eficiente si es que, y en la medida que, el precio sea una manifestación del principio de igualdad en cuanto al acceso de la información.

En virtud de lo anterior, en general se distinguen tres niveles de eficiencia según los diversos tipos de información que el precio estaría reflejando:

Hipótesis débil del mercado eficiente.

Hipótesis intermedia del mercado eficiente.

Hipótesis fuerte del mercado eficiente.

En la hipótesis débil, se supone que el precio refleja toda la información pasada, esto es, aquella contenida en la serie histórica de precios. Para algunos, a partir de estas informaciones pasadas, se podría predecir los precios futuros, lo que supone que sería posible extraer algún tipo de “regularidad”. Para otros, concluir lo anterior supone que el mercado actúa con retardo cuando aparecen modificaciones en los factores subyacentes, y que ello sería opuesto a una hipótesis de mercado eficiente. De ahí que postulen que la consecuencia de esta hipótesis débil es que los inversionistas no pueden extrapolar el precio futuro a partir de dicha información. Esta teoría, denominada del “*random walk*”, establece que, en este contexto, los cambios en los precios de los activos son variables aleatorias independientes e idénticamente distribuidas. Esto significa que el conocimiento de las variaciones pasadas en los precios y en los volúmenes comercializados no contiene información que ayude al inversor a obtener en forma consistente mayores beneficios que los que lograría una persona cuya estrategia fuese comprar y mantener una determinada cartera de activos. Es decir, la secuencia de cambios históricos en los precios no es útil para predecir el comportamiento futuro de

de Capitales [en línea]. Departamento de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas de la Universidad de Chile. Santiago. <<http://econ.uchile.cl/public/Archivos/pub/8330b6b6-e330-49df-a5ff-b68020dfdbcd.pdf>> [consulta: 25 agosto 2008] p. 358.

³⁶ LARRAIN, GUILLERMO y LARRAIN, MATÍAS. Op Cit. (n. 21) p. 8.

los mismos o para evaluar la respectiva distribución de probabilidad de los cambios³⁷. Por tanto, ningún inversor podrá conseguir un rendimiento superior al del promedio del mercado analizando exclusivamente la información pasada³⁸.

Por su parte la hipótesis intermedia del mercado eficiente, supone que los precios reflejan no sólo toda la información pasada, sino también toda la información hecha pública acerca de la empresa o de su entorno, que pueda afectar a cada título en particular (informe de resultados, anuncios de dividendos, balances anuales, trimestrales, variación del tipo de interés, etc.)³⁹. En este supuesto, toda la información relevante se estaría reflejando en el precio de la acción, por lo que, en este sentido, el precio de mercado se acercaría mucho más al valor real o intrínseco del título. Bajo esta hipótesis se concluye que la única información que podría afectar el precio de los valores es la que se divulga.

Finalmente, la hipótesis fuerte del mercado eficiente, postula que los precios reflejan absolutamente toda la información, ya sea pasada, pública o privada. En este supuesto el mercado sería tan eficiente que podríamos decir que estamos en presencia de un mercado perfecto, pues el precio reflejaría toda la información, divulgada o no, lo que haría innecesario prohibir el uso de información privilegiada⁴⁰.

La mayoría de la doctrina concuerda que en la actualidad el mercado de capitales es un mercado eficiente en sentido medio, y en tal contexto esta construcción dogmática recién descrita, ampliamente recogida en la cultura legal y regulatoria, sirve para el establecimiento del marco regulatorio que tiene como base el principio de la información continua o *disclosure* y el consecuente establecimiento de ciertas obligaciones en relación a la veracidad y oportunidad de la información, por un lado, y ciertos deberes y prohibiciones en cuanto a la información que no ha sido divulgada al mercado, por otro⁴¹.

Así, si la información de la que disponen los inversores es poca, falsa o tergiversada se producirá una alteración en la correcta formación de los precios que redundará en la poca eficiencia del mercado.

En resumen, la información en el mercado de valores tiene una gran importancia, tanto porque refuerza la confianza de los partícipes del mercado, lo que se traduce en inversiones más arriesgadas y mayor facilidad para captar recursos de posibles inversores, como porque contribuye a una correcta formación de los precios de los valores, y en este sentido propende a su mayor eficiencia y liquidez.

³⁷ SWOBODA CARLOS. La hipótesis del Random Walk en el Mercado de Valores de Argentina. Periodo 1992-2000. Argentina. [en línea] <[www.eco.unc.edu.ar/organizacion/departamentos/economia/Doc_de_Trabajo_N7_\(Swoboda\).do](http://www.eco.unc.edu.ar/organizacion/departamentos/economia/Doc_de_Trabajo_N7_(Swoboda).do)>. [consulta: 25 septiembre 2011] p. 2

³⁸ ARAGONÉS, JOSÉ y MASCAREÑAS, JUAN. Op. Cit (n.7). p. 5

³⁹ *Ibíd.*

⁴⁰ LARRAIN, GUILLERMO y LARRAIN, MATÍAS. Op Cit. (n. 21). p. 10.

⁴¹ *Ibíd.*

Se podría decir que de alguna manera, uno de los principales objetivos de la regulación en el ámbito del mercado de valores, es asegurar y permitir el desarrollo de un mercado eficiente. Siendo una de las cuestiones centrales el asegurar el principio de igualdad en el acceso de información, bajo el supuesto que una asimetría severa constituye una falla⁴² que merma considerablemente su desarrollo óptimo.

En virtud de lo anterior, los Estados se han preocupado de proteger a los inversionistas entendiendo que la manera de hacerlo es asegurando que la información sobre los títulos ha sido correcta y oportunamente revelada.

El cómo hacerlo, nos reconduce a la vieja discusión acerca de la pertinencia o no de la intervención estatal en un mercado. Como sea, este trabajo parte de la base de que de hecho el mercado de valores está intervenido en la mayoría de los Estados, y es en este sentido un mercado regulado. Cuáles son las “fallas” que para efectos de este trabajo se regulan, y de qué manera lo hacen, es lo que a continuación se expone.

2. ANOMALÍAS O FALLAS EN EL MERCADO

2.1 ABUSO DE MERCADO. HIPÓTESIS

La cuestión acerca de la posibilidad de influenciar artificialmente los precios de las acciones en el mercado de valores ha sido una cuestión que ha estado presente desde los inicios de los mercados de valores a nivel mundial. Poco después de que el mercado de valores de Amsterdam se fundara, en los inicios del siglo XVII, los corredores descubrieron ciertas prácticas que les permitían obtener importantes utilidades, sólo manipulando el precio de los valores que se transaban en el mercado. Se trataba de provocar bajas en los valores de las acciones, para así comprarlas a bajo precio, y luego revenderlas una vez que recuperaran su precio inicial⁴³. O por el contrario, comprar acciones, para luego provocar un alza en los precios, y así poder vender a un mayor valor el título adquirido a bajo costo. Una de las formas más comunes de obtener este efecto era a través de la divulgación de rumores falsos. Lo que evidentemente afectaba, dependiendo del rumor, positiva o negativamente, el precio de los valores.

⁴² Podemos decir que estamos ante una falla cuando los precios del mercado no reflejan adecuadamente todos los costos y/o beneficios asociados a la producción de un bien. La que puede ser consecuencia de una externalidad, esto es, el efecto externo asociado a la acción de un agente económico. STIGLITZ, JOSEPH E. *La economía del sector público*. 2ª Ed. Columbia University, New York. 2003. pp. 237 y ss.

⁴³ ALLEN FLANKLIN y GALE DOUGLAS. *Stock-Price Manipulation*. *The Review of Financial Studies*. 1992. Vol. 5, N° 3. p. 503-529 [en línea] <<http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/stock.pdf>> [Consulta: 27 septiembre 2011].

Estas diversas formas de manipular el precio de un valor es lo que se conoce como abuso de mercado, y en este sentido, dependiendo de cómo se realiza, es posible distinguir distintas hipótesis de abusos, que como se verá más adelante adoptan diversas formas de sanción. El factor común es que todas ellas están destinadas a influir en la libre formación de los precios de los valores. Nuria Baena lo define como “aquellas prácticas que se producen cuando un inversor o participante del mercado usa cierta información que el resto no posee en su favor, o crea una impresión falsa o engañosa al resto de los participantes del mercado distorsionando la libre formación de los precios de los valores que se transen en un mercado determinado”⁴⁴.

En este contexto, y siguiendo la clasificación que hacen Allen y Gale, es posible distinguir básicamente tres tipos de manipulación, según el elemento en el que ésta se origine:

Manipulación basada en acciones, esto es, aquellas maniobras tomadas fuera del mercado, dirigidas a alterar el valor actual o percibido de los activos. Entre este tipo de manipulación están: i) el comprar acciones de una compañía y seguidamente lanzar una OPA (oferta pública de adquisición de acciones), que provoca un alza en los precios, luego de lo cual el manipulador vende los títulos adquiridos con anterioridad y retira la OPA; ii) vender en corto⁴⁵ acciones por parte de los administradores, quienes acto seguido adoptan decisiones que reducen el valor real de la compañía, y una vez que las ventas se han cubierto con beneficio, rectifican la decisión.⁴⁶

Manipulación basada en información, que es aquella manipulación basada ya sea en información privilegiada o en la difusión de información falsa o rumores falsos. Ejemplos de este tipo de manipulación son: i) difusión por parte de los directivos o administradores de los estados financieros de la firma falseados; ii) difusión de rumores falsos por parte de creadores de opinión que están en conexión con los iniciados⁴⁷ o personas que poseen información privilegiada⁴⁸.

Manipulación basada en negociación, esto es, comportamientos estratégicos engañosos realizados en el ámbito estricto de la negociación. Ocurre cuando un

⁴⁴ BAENA, NURIA. Op. Cit. (n. 11) p. 9.

⁴⁵ En inglés conocidas como “*short selling*”. Se trata de operaciones consistentes en la venta en rueda de acciones u otros activos financieros cuya liquidación se efectúa con valores obtenidos en préstamo. Fuente: Manual de Operaciones de venta corta y préstamo de acciones y otros activos financieros, Bolsa Electrónica de Chile. [en línea] <<http://www.bolchile.cl/media/recursos/normativas/manuales/manualdeoperacionesdeventacortayprestamos.pdf>> [Consulta 22 mayo 2013]

⁴⁶ BAENA, NURIA. Op. Cit. (n. 11) p. 11.

⁴⁷ Se refiere a los denominados “*insiders*”, que serán tratados con mayor detalle más adelante. Por ahora cabe decir que se refiere a aquellos sujetos que por la posición que ocupan se encuentra más próximo a la información.

⁴⁸ BAENA, NURIA. Op. Cit. (n. 11) p. 11.

negociante intenta manipular una acción simplemente comprando y vendiendo, sin hacer ninguna acción pública observable para alterar el valor de la compañía ni tampoco difunde información falsa.

Este gran abanico de “manipulaciones” que un agente puede realizar en el mercado de valores inevitablemente complejiza la manera en que el tema puede ser abordado a la hora de seguir la opción regulatoria y en particular sancionadora. Esto, pues por un lado, no todas las prácticas destinadas a influir en la formación de los precios son fácilmente detectables o comprobables. Por otro, no todas ellas suponen el mismo grado de potencial daño que justifique el mismo tipo de sanción.

Con todo, cabe decir que las tres formas de manipulación antes descritas se encuentran en directa relación con el poder de mercado que posea el agente manipulador. De esta forma, si se considera que un agente suele estar bien informado, sus operaciones en el mercado serán observadas atentamente y en la medida que sean imitadas tendrán la capacidad de marcar la dirección de los precios en el mercado. Esta posición de “poder” que permite afectar el valor de las acciones, ya sea mediante la adopción de posturas estratégicas determinadas o a través de acciones tendientes a crear impresiones falsas, se da en mayor grado mientras más grande sea el tamaño del mercado en cuestión. La relación entre la capacidad de influir en el mercado y la cantidad de participantes del mismo es directamente proporcional. A mayor tamaño del mercado, mayor será el poder de mercado del agente⁴⁹.

Esta característica resulta del todo relevante en la actualidad, donde la apertura de los mercados implica un aumento relevante en la cantidad de participantes, y por ende de posibles víctimas de algún tipo de abuso, como del riesgo de crisis que un mal funcionamiento puede desencadenar. Por esto mismo es que los efectos que pueden provocar este tipo de prácticas tienen una diferencia cuantitativa importante con épocas anteriores, lo que redundará indefectiblemente en la necesidad de regularlos, ahora más que antes.

En lo que sigue se desarrolla, a modo ilustrativo, las razones que se han dado para justificar esta necesidad, usando de base los argumentos que se han dado a favor y en contra de regular el uso de información privilegiada. Para así luego entrar en el análisis de cómo es que se ha regulado el tema tanto a nivel comparado como nacional y la dificultad que importa tanto su detección como su posterior control. La discusión en torno a la justificación de su regulación, es necesaria en tanto de alguna manera ha influido en cómo es que se ha abordado históricamente la problemática de sancionar este tipo de abuso y luego, cómo es que se ha llevado a cabo en Chile la decisión en torno a que sanción aplicar y el cómo regular.

⁴⁹ *Ibíd.*

2.2. LA CUESTIÓN ACERCA DE REGULAR O NO

Si bien el presente trabajo parte de la base que de hecho el uso de información privilegiada, en tanto manipulación o forma de abuso de mercado, se encuentra regulado y sancionado en la mayoría de las legislaciones, la discusión que en algún momento suscitó la necesidad o no de establecer una regulación de tipo legal, proscribiendo explícitamente y sancionando el uso de información privilegiada, influyó tanto en la manera en que se abordó el asunto de regular o no, como en la forma que la regulación se ejecutó y fue posteriormente modificándose (tanto a nivel legal como jurisprudencial).

Implícitamente el viejo debate en torno a la “utilidad” o “eficacia” de establecer reglas legales para ordenar cuestiones de corte económico, se reflejó en un comienzo en la manera en que en muchos países se trató el asunto, sancionando limitadas hipótesis de abuso, con penas menores que muy pocas veces se aplicaban, y luego en la manera en que ello fue evolucionando y expandiéndose.

Así también, y aunque por ahora no es posible establecer con certeza de que manera dicho debate ha influido en la aplicación, persecución y sanción de este tipo de prácticas (para lo cual sería necesario hacer un estudio empírico que excede las pretensiones del presente trabajo), es útil revisar el debate, pues ayuda a explicar el comportamiento que en Chile ha tenido la Superintendencia de Valores y Seguros a la hora de perseguir y sancionar el uso de información privilegiada.

Tradicionalmente los detractores de la regulación de aquellas materias que conciernen a la información en el mercado de valores han abordado el debate en torno a la justificación de la restricción respecto de esta clase de prácticas a partir de una supuesta oposición entre justicia y eficiencia⁵⁰. Según estos autores, serían razones relacionadas con la eficiencia las que justificarían el efecto nocivo de regular. Independientemente de si estamos o no de acuerdo con ello, y antes de entrar en el fondo del asunto, se pueden al menos hacer dos observaciones. En primer lugar, que es perfectamente posible construir argumentos pro-regulación también desde la eficiencia, sin excluir razones de justicia o de corte ético-moral que pudiesen dar respaldo a la defensa (las que en su mayoría han sido ya expuestas), y en segundo lugar, que en todo caso, tal distinción parece prácticamente irrelevante desde la perspectiva de una ordenación legal que no se centre sólo en

⁵⁰ Es lo que hace por ejemplo, José Miguel Ried Undurraga en RIED, JOSÉ MIGUEL. Fundamentos de la prohibición del uso de la información privilegiada en Chile: una visión crítica. [en línea] Revista Chilena de Derecho. Santiago. <<http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=2650473>> [consulta: 27 septiembre 2011] p. 9. O también, GIESZE, CRAIG. Op. Cit. (n. 3). Por su parte, María Nieves García, lo centra desde la perspectiva de la equidad y la ética. Ver GARCÍA, MARÍA NIEVES. Ética, equidad y normas de conducta en los mercados de valores: la regulación del abuso de mercado. Revista ética y economía. n. 823. Junio 2005. p. 163.

las circunstancias que hacen posible la eficiencia económica, o sólo encuentre justificación en base a criterios de justicia. Un legislador racional no puede hacer oídos sordos a ninguna de estas dos cuestiones, y debe ponderar en cada caso, y cuidadosamente, allí donde exista conflicto, qué criterio se considerará como prioritario, sin excluir necesariamente al otro. De ahí que el debate en torno al sí y al cómo regular, no deba centrarse en una oposición entre ambos conceptos, pues *per se* no son excluyentes.

El problema de enfoque, y la tendencia a extremar las posturas en torno al tema, quizás radica en que el uso de información privilegiada se puede abordar desde dos ángulos muy distintos, uno interno y otro externo.

Desde una perspectiva interna el uso de información privilegiada devela el problema de la agencia, presente en todos los casos en que existe administración de un patrimonio ajeno. De esta manera, muchos autores al analizar el tema, lo hacen principalmente argumentando que el permitir el uso de información privilegiada disminuye los costos de la agencia. En particular el de la selección adversa y el riesgo moral que caracteriza la relación principal-agente⁵¹.

Se parte de la base que el no prohibir el uso de información privilegiada por parte de los agentes constituye un incentivo para los gerentes y resto de iniciados, y consecuencialmente sirve como una herramienta eficiente para revelar información al mercado a un menor costo, que en este sentido mueve los precios en la dirección correcta⁵². De ahí que lo único que deba prohibirse en este ámbito es el fraude, como por ejemplo la difusión de información falsa, pero no el uso, pues en el mercado estarían todos los incentivos necesarios, para que de todas maneras la información sea revelada, y ello se haría a un menor costo sin regulación que con ayuda de ella. Dicho de otra manera, a través de la dinámica privada, que supone el uso de información privilegiada, se disminuyen los costos de transacción entre principal y agente, con ello se genera como efecto que la

⁵¹ El problema de la agencia en términos simples se puede explicar en base a la asimetría de información que se da entre el dueño de los recursos (principal) y el administrador de los mismos (agente) y en la posibilidad que el agente por estar en mejor posición en cuanto a la información que posee se aproveche de la misma, apropiándose de la ganancia del principal sin resguardar necesariamente su interés, pues las decisiones del principal dependen de la información del agente. Para minimizar los costos de la agencia es que se han planteado diversos mecanismos que van desde la instauración de sistemas de información y mecanismos de control, a través de auditorías y supervisiones, y el ofrecer determinados incentivos destinados a alinear los intereses del agente con los del principal, tales como el sistema de comisiones, bonos, *stock options*, compartir las utilidades, entre otros, que de alguna manera intentan “compensar” la no apropiación de beneficios por parte del agente. Para mayor desarrollo de estas ideas ver SHAPIRO, SUSAN. *Agency Theory*. Annual Review of Sociology, Vol. 31, n. 1. pp. 263-284.

⁵² Para un examen más profundo de esta idea ver CARLTON, DENNIS y FISCHEL, DANIEL. Op. Cit. (n. 3), o también MANNE, HENRY, principal defensor de esta idea, en *Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog that Did Not Bark*. Journal of Corporation Law. Vol. 31, n. 1. 2005. pp. 167-185.

información sea revelada al mercado, y en consecuencia se provoca lo mismo que lo que la regulación que obliga a emitir la información pretende, pero sin los costos que ello implica. En este sentido el no regular sería más eficiente que el hacerlo, pues aplicando el teorema de Coase, el uso de información privilegiada será beneficioso o no dependiendo del sujeto para el cual sea más valioso tener la propiedad en la información, y eso en principio debe dejarse a libre iniciativa privada⁵³, dejando la sanción sólo para los casos en que exista fraude⁵⁴.

Por otro lado, el uso de información privilegiada puede mirarse desde una perspectiva externa, como una práctica que provoca ciertos efectos nocivos en el mercado de valores, una falla en el mercado que hace que éste no funcione de la manera óptima en que debería o sería deseable.

Como ya se mencionó, siguiendo la hipótesis de los mercados eficientes, los precios reflejan toda la información conocida por los participantes del mercado. En este contexto, una de las condiciones para lograr la eficiencia del mercado es la simetría de información.

Como en realidad los mercados se caracterizan por presentar información asimétrica, se hace necesario desarrollar mecanismos que propendan a asegurar que la información sea revelada de manera más rápida y completa posible, entendiendo que antes de que esto ocurra el que la posea no podrá tomar ventaja de ello.

En armonía con lo anterior surgieron los argumentos relacionados con la justicia, que apuntan finalmente a lo mismo: asegurar la equidad en el acceso igualitario a la información y así además servir como mecanismo de justicia correctiva, entendiendo que sería contrario al “*fair play*” que los iniciados comercien en base a información que aún no han hecho pública, y que por tanto en la medida que el actuar de un iniciado genere un daño este debe ser de alguna manera reparado (sancionado).⁵⁵ Bajo esta mirada, la regulación apunta finalmente a dotar

⁵³ Aplicando el teorema de Coase, estos autores postulan que cuando los costos de transacción son nulos o muy bajos, y los derechos y sus límites están bien especificados, la redistribución de los mismos no tendrían la capacidad de alterar sus valores marginales. Como consecuencia de esto, la asignación de los recursos será idéntica, cualquiera sea la asignación de los derechos en el ámbito jurídico, y en tal sentido será siempre eficiente. La asignación eficiente provendrá de la negociación privada y en cada caso se verá si lo más eficiente es que los derechos de propiedad queden en manos del administrador o del inversionista sin una distribución predefinida previamente. SALAH, MARÍA AGNES. Op. Cit. (n. 9) pp. 65-66. Para una exposición detallada del postulado ver COASE, RONALD. El problema del costo social. *The Journal of Law and Economics*. (Octubre 1960), pp. 1-44. Traducción publicada en revista CEP N° 45. 1991. p. 81 y ss.

⁵⁴ Esto se debe a que las hipótesis de fraude suponen derechamente un engaño al mercado, no solamente una toma de ventaja (ilegítima para algunos, legítima para otros) que debe ser siempre y en todo caso sancionado.

⁵⁵ SALAH, MARÍA AGNES. Op. Cit. (n. 9) p. 53-64, agrega a los argumentos de corte ético o de justi-

al mercado de un presupuesto básico de eficiencia del mercado bursátil, que es el acceso igualitario a la información como condición para una eficiente asignación de recursos, conforme ha sido explicado en detalle en el apartado relativo al rol de la información en el mercado de valores, por lo que en realidad si bien es cierto el fundamento principal puede ser de corte ético, las consecuencias exceden dicho ámbito, redundando al final del día igualmente en la eficiencia del mercado y su liquidez.

En este sentido, desde donde sea que se mire, ya sea a partir de la eficiencia⁵⁶, como se ha examinado a lo largo del presente trabajo, o a través de la justicia o equidad, se puede llegar a la misma conclusión. Al ser la información un bien público⁵⁷, presupuesto del correcto funcionamiento del mercado de valores, y el mercado de valores un mercado especialmente relevante en la economía de un país, no es deseable dejar a los particulares el rol de corregir las fallas que en éste ámbito, provoca el uso de información privilegiada, debiendo en consecuencia el Estado tomar un rol activo en su protección. Las asimetrías severas de información, en tanto externalidad negativa de un bien que se entiende es público, justifican la intervención estatal, y por ende dan sustento para sancionar aquellas conductas que contradigan dicho principio de igualdad. En el fondo, el que la transparencia en el mercado de valores, junto con la igualdad en el acceso a la información, sean presupuestos de un correcto y eficiente mercado de valores, ha inclinado la balanza en el debate en torno a la necesidad de regular. De ahí

cia los argumentos económicos, tales como el interés de la empresa (en ser confiable y así captar inversores), el desarrollo del mercado de capitales (como protección de todos los inversores del mercado y no sólo de unos pocos), la eficiencia en tanto mecanismo de compensación de los iniciados que deja de cargo del empleador costear los incentivos para evitar el problema de la agencia, y la liquidez del mercado bursátil, asociada a la pérdida de confianza que redundan en el alza del valor del capital para las compañías, y junto con éstos agrega argumentos de corte civil dados por la lealtad contractual, la propiedad de la información, que al radicar en la firma que la produce o de la cual emana impide su uso en beneficio exclusivo de un tercero (iniciado), además de infringir el deber de fidelidad que impone el cargo de director o gerente de una empresa. Finalmente agrega a lo anterior argumentos de carácter político, en tanto regular el uso de información privilegiada beneficiaría a analistas, inversionistas profesionales, y accionistas, lo que constituiría una fuerte presión para el legislador a la hora de tomar la opción reguladora.

⁵⁶ Eficiencia que se ha analizado principalmente desde la perspectiva externa del asunto, como eficiencia del mercado, más que como solución adecuada al problema de la agencia, asunto que excede el marco de este trabajo, y cuya preocupación es de índole eminentemente privada.

⁵⁷ En términos simples puede definirse un bien público como aquel que está disponible a todos y del cual el uso por una persona no substraerá del uso por otros. El entender a la información en el mercado de valores como un bien de esta clase (bien económico) se explica en base lo dicho anteriormente en cuanto a que es un presupuesto del correcto funcionamiento de un mercado con características especiales. Para un mejor examen del concepto y sus consecuencias ver STIGLITZ. “La economía del sector público” Columbia. New York. 2000 <http://es.scribd.com/doc/43068237/Economia-Del-Sector-Publico-Stiglitz>. [consulta: 22 mayo 2013]

que finalmente los argumentos ligados con la justicia, la ética o el *fair play*, y la eficiencia, se unan y apunten básicamente a lo mismo. Al final, el argumento central de regular es la eficiencia y con ello la protección de un mercado especialmente relevante⁵⁸. Proteger las reglas sobre las cuales se erige el mercado y su cumplimiento efectivo por parte de los agentes que participan en él, es de alguna manera la justificación que está detrás de ello. El cómo se ha regulado, y cómo es que en Chile se ha efectuado el control y sanción de éste tipo de prácticas, es lo que el presente trabajo pretende analizar en lo sucesivo.

Con todo, el caso del uso de información privilegiada es especialmente delicado, pues en el fondo a diferencia de las demás hipótesis de abuso presenta esta doble cara (faz interna/externa) que en muchos casos hace que su detección y posterior proscripción y consecuente sanción se torne mucho más difícil que otro tipo de abusos, como es por ejemplo la difusión de información falsa, pues para muchos no tiene el mismo merecimiento de reproche.

De ahí que para su regulación se hayan propuesto diversas fórmulas, las que serán someramente analizadas en el apartado que sigue.

2.3. FORMAS DE DETECCIÓN Y SANCIÓN. MODELOS DE REGULACIÓN.

En general, se pueden distinguir tres maneras de detectar y sancionar el uso de información privilegiada.

En primer lugar está la regulación estatal, que es la forma más típica de prevenir y sancionar este tipo de conducta.

Generalmente el control se hace a través de órganos administrativos encargados de la fiscalización del mercado de valores y que en tal sentido pueden revestir diversas formas de acuerdo a la organización administrativa de que se trate. Mientras en Chile la detección y sanción está a cargo de la Superintendencia de Valores y Seguros, en EE.UU. es la Security and Exchange Commission (SEC)

⁵⁸ Según un documento de trabajo de la Superintendencia de Valores y Seguros, “[l]os argumentos principales mostrados a favor de la regulación al insider trading sugieren que la presencia de insiders en el mercado desalienta la participación de los inversionistas externos a la firma (outsiders), debido a que consideran que los insiders cuentan con información privada de la empresa que les proporciona una ventaja sobre los otros participantes del mercado. De la misma manera, el trading con información privilegiada incrementaría el spread bid-ask; y así, aumentarían los costos de transacciones de los inversionistas externos que proveen liquidez al mercado. Por consiguiente, las restricciones efectivas a las transacciones con información privilegiada hacen más líquidos a los mercados y reducirían los costos de transacción”. RAMÍREZ, VANESSA y YÁÑEZ, GUILLERMO. Información en los Estados Financieros y Períodos de Blackout: Evidencia para Chile. [en línea]. Serie Documentos de Trabajo, Superintendencia de Valores y Seguros. Documento de Trabajo N° 10. Santiago http://www.svs.cl/sitio/publicaciones/doc/Serie%20de%20documentos/serie_doc10_ramirez_ya%0F1ez.pdf p.5. [consulta: 22 mayo 2013].

la entidad encargada de la fiscalización, en España la Comisión Nacional de Mercado de Valores (CNMV), en Alemania la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Además de la regulación estatal, está la regulación de tipo contractual, dada por la implementación de sistemas que impidan el traspaso de información desde las distintas áreas de una empresa (conocidos como “murallas chinas”), o a través de los recientes códigos de ética tendientes a regular las conductas al interior de la misma. Esta opción presenta la dificultad de que su control o sanción es de difícil ejecución, pues por un lado implica costos que no todas las empresas desean asumir, y por otro, no hay un agente externo que fiscalice su real y efectivo cumplimiento, salvo aquellos casos en que estas regulaciones son impuestas por la ley y su control dejado a alguna entidad estatal fiscalizadora, lo que indirectamente reconduce igualmente el asunto a una regulación de tipo estatal.

Una tercera vía es la autorregulación, entendiéndose como tal la facultad de determinados organismos para dictar sus propios estatutos, reglamentos y otras normas para regular su organización y funcionamiento, así como las operaciones que tienen lugar en ellas⁵⁹. Las Bolsas de Valores son típicamente organizaciones que obedecen a este mecanismo. Ellas se constituyen como organismos autorreguladores (“*self regulatory organizations*”), con capacidad de regular, supervisar y sancionar con multas o eventualmente deslistando de sus registros a sus miembros.

El mecanismo de autorregulación tiene la ventaja de generar regulación y control de modo independiente de los recursos limitados de las agencias gubernamentales, pero sin embargo esconde un conflicto de interés dado porque se trata de organismos que finalmente buscan el beneficio económico de sus miembros.

Fernando Lefort señala en relación a los sistemas de autorregulación, en específico al de las Bolsas de Valores que “[l]a principal debilidad del mecanismo de autorregulación del mercado de valores es el conflicto de intereses inherente al principio. A pesar de que las bolsas de valores pueden tener incentivos para crear sistemas honestos y eficientes con el fin de atraer a sus clientes, no hay que olvidar que son asociaciones privadas, cerradas y comerciales, que buscan el beneficio económico de sus miembros”.⁶⁰ De ahí que igualmente requieran algún tipo de

⁵⁹ SALAH, MARÍA AGNES. Op. Cit. (n. 9). p. 74.

⁶⁰ LEFORT, FERNANDO. Aspectos generales de la autorregulación del mercado de valores y su aplicación al mercado de capitales chileno. Serie Documentos de Trabajo, Superintendencia de AFP. Santiago, 2005. [En línea] <http://www.spensiones.cl/portal/informes/581/articulos-3487_pdf.pdf> [consulta: 10 noviembre 2012] p. 4. Para este autor, la delegación de la actividad de regulación y supervisión del mercado de valores sobre un ente privado se basa en tres razones: (i) El grado de sofisticación de los mercados hace que sea imposible para la autoridad gubernamental regularlos; (ii) la autoridad gubernamental tenderá a duplicar los esfuerzos

supervisión o control gubernamental por parte de la autoridad para que detecten problemas y cuiden el interés público.

En Alemania durante muchos años y hasta la dictación en el año 1994 de la Securities Trading Act (*Wertpapierhandelsgesetz*, en adelante WpHG),⁶¹ se utilizó un sistema basado en la autorregulación. El sistema Alemán en rigor consistía hasta esa fecha en una mixtura entre regulación contractual y autorregulación dada principalmente por la aplicación de los principios de buena fe y las prácticas generales del comercio que imponía el deber de revelar toda la información antes de determinada transacción y cuya sanción era la indemnización de los perjuicios en caso de infracción. Sin embargo, dicho modelo no se podía aplicar a las transacciones con intermediarios, que en el mercado de valores eran la mayoría, por lo que a mediados de los años 60, surgió una Comisión de Expertos en valores nombrados por el Ministerio de Economía que elaboró en el año 1970 un documento con recomendaciones que derivó en las denominadas “Directrices relativas al Uso de Información Privilegiada” (1976) que prohibían el uso de información privilegiada, pero no establecían sanciones. El gobierno Alemán se negó a aplicar dichas directrices y a declarar ilegal el uso de información privilegiada, y en su lugar estableció un sistema mixto basado en la autorregulación y el consentimiento como base de la obligación, quedando las recomendaciones a disposición de los particulares para su uso voluntario. Finalmente lo que ocurrió en la práctica fue que se incorporó como obligación de tipo contractual (cláusula) el no negociar haciendo uso de información privilegiada, de tal modo que la sanción estaba supeditada a que el agente se hubiese obligado previamente, y hubiese infringido dicha obligación^{62 63}.

Por último, otra forma regulación está en el ámbito supranacional, a través de las diversas herramientas que el derecho internacional entrega y que, a grandes rasgos, pueden adoptar la forma de tratados multilaterales o promesas unilaterales.

La Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de enero de 2003 sobre las operaciones con información privilegiada y la manipula-

y costos incurridos por la bolsa y; (iii) Se produce simbiosis en el trabajo de los reguladores de la bolsa y el desarrollo del mercado. En otras palabras, la principal ventaja de la autorregulación sería poner las decisiones de regulación del mercado de capitales en las manos de quienes mejor conocen su funcionamiento, sus necesidades, fortalezas y debilidades.

⁶¹ BGBl. I S. 1749.

⁶² SALAH, MARÍA AGNES. Op. Cit. (n. 9). p. 76-78.

⁶³ Para algunos autores, el que el sistema funcionara de esta manera durante tanto tiempo, se vio favorecido por las especiales estructuras corporativas y del mercado de capitales alemán, dadas por un lado porque la mayoría de las sociedades están organizadas como Sociedades de Responsabilidad Limitada, y porque, son los bancos los mayores prestamistas y accionistas de las sociedades que cotizan en bolsa, lo que hacía más seguro la inversión en bonos del Estado que en acciones. STADEN, DANIEL, citado por SALAH, MARÍA AGNES. Op. Cit. (n. 9). p. 76.

ción del mercado (abuso del mercado) (en adelante, la “Directiva 2003/6/CE”)⁶⁴, a la que nos referiremos en detalle más adelante⁶⁵, es un ejemplo de regulación supranacional. Esta intentó otorgar un marco jurídico común de protección de la integridad del mercado a todos los países miembros, cuya justificación estuvo dada por la aspiración de un mercado único de servicios financieros como algo crucial para el crecimiento económico y la creación de empleo en la Comunidad Europea⁶⁶.

Si bien en algunos países la regulación ha sido reciente, es posible decir que la mayoría actualmente ha seguido la opción regulatoria de tipo legal, insistiendo en la idea que el mercado de valores es de gran relevancia para la economía de un país y que por lo tanto los estados deben propender a su fortalecimiento y correcto funcionamiento.

Son muchos los factores que deben ser considerados a la hora de diseñar y evaluar un adecuado marco regulatorio para la efectiva operación de un mercado de valores. Es por esto que una vez que se ha optado por regular, lo que sigue es preguntarse acerca de cómo ha de diseñarse el aparato de fiscalización financiera.

Una primera decisión será definir si se seguirá un sistema basado en reglas o uno basado en principios. En otras palabras, habrá que definir si es que se establecerán instrucciones más o menos precisas sobre cómo han de comportarse los sujetos (individuos y empresas) y el ente regulador, o por el contrario, se establecerá un catálogo de objetivos generales cuyo cumplimiento controlará el regulador de manera más flexible⁶⁷.

Como se verá, Chile al igual que EEUU, sigue un sistema de reglas, a diferencia de Inglaterra, en donde se optó por un sistema de principios⁶⁸.

Una segunda cuestión será definir qué estructura regulatoria se seguirá. En términos generales los modelos posibles son tres⁶⁹:

Modelo de silos industriales: según el cual la supervisión financiera se ejerce según el estatus legal de la organización a controlar. Ej. Bancos, corredoras de bolsas, etc.

Modelo Funcional: en que el control financiero se ejerce según el tipo de función a supervisar, independientemente del tipo de empresa que la ejerza. Tradicionalmente este tipo de modelos supervisan la solvencia, la conducta del mercado y defensa del consumidor, y la liquidez.

⁶⁴ DO L 96 de 12.4.2003, p. 16/25

⁶⁵ Ver *infra* II.2. a propósito del examen de la regulación en la UE.

⁶⁶ Primer considerando de la Directiva 2003/6/CE.

⁶⁷ LARRAÍN, GUILLERMO y LARRAÍN, MATÍAS Op. Cit (n. 21) p. 12

⁶⁸ *Ibíd.*

⁶⁹ *Ibíd.* pp. 21 y ss.

Modelo Integral: el control acá se basa en la existencia de un regulador universal que supervisa todo el mercado.

En Chile se sigue un modelo de silos industriales con coordinación, en el cual el control financiero se ejerce a través de superintendencias especializadas por los siguientes segmentos industriales: (i) mercado de valores y seguros, a cargo de la Superintendencia de Valores y Seguros, (ii) bancos y otras instituciones financieras a través de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, (iii) administradoras de fondos de pensiones y de fondos de cesantía, sistema de pensiones solidarias, prestación de cajas de previsión y seguro social a través de la Superintendencia de Pensiones.

Para efectos de ejercer un control coordinado existen instancias como el Comité de Superintendentes del Sector Financiero (CSSF)⁷⁰ y el Comité de Mercado de Capitales⁷¹, que permiten un mejor nivel de coordinación entre los distintos entes reguladores. El presente trabajo se centra, como ya se puede ver, en la labor fiscalizadora y de control de la Superintendencia de Valores y Seguros, respecto del a arista externa del problema que supone el uso de información privilegiada, esto es, los efectos que se producen en el mercado, en relación con el funcionamiento de éste, en tanto ámbito que compromete un interés público cuyos fundamentos son distintos a los que rigen el ámbito privado, y que por ende merece especial atención.

Por esta razón, metodológicamente se parte del supuesto de que la regulación y sanción del uso de información privilegiada encuentran su justificación o respaldo en todo lo ya señalado, y en que, de hecho, la mayoría de los Estados actualmente la sancionan. El cómo lo hacen, en base a qué criterios y cuáles son los problemas que enfrentan al hacerlo, es lo que el presente trabajo pretende examinar en lo que sigue, haciendo un breve paso por las regulaciones existentes tanto a nivel comparado como nacional, para luego examinar cómo es que ésta opera en la práctica, y principalmente cual es el rol que cumple en este sentido la Superintendencia de Valores y Seguros en Chile, en tanto órgano encargado de la fiscalización y sanción de este tipo de prácticas en el ámbito administrativo chileno.

⁷⁰ *Ibíd.* p. 21. Dicha institución fue creada el año 2001 y está formada por los Superintendentes de Bancos e Instituciones Financieras, de pensiones de Valores y Seguros, y los representantes del Banco Central (en calidad de observadores), y fue creada mediante la Resolución Conjunta de fecha 10 de enero de 2010. Ver la resolución directamente en línea en http://www.cssf.cl/cssf/docs/Resolucion_Conjunta_de_Creacion.pdf y otra información en <http://www.cssf.cl/cssf/index.html>.

⁷¹ Este comité surge a propósito de las reformas al mercado de capitales introducidas el año 2006, con el objetivo principal de diseñar políticas de desarrollo de mercados financieros. Está compuesto por el Ministro de Hacienda que lo preside, y los Superintendentes de Valores y Seguros, de Bancos e Instituciones Financieras y de Pensiones, y representantes del Banco Central.

CAPÍTULO II

REGULACIÓN COMPARADA. EE.UU. Y LA UNIÓN EUROPEA

Como se ha mencionado con anterioridad, la mayoría de los países cuenta actualmente con diversos cuerpos normativos e instituciones cuya misión es, entre otras, sancionar el uso de información privilegiada.

El antecedente chileno se encuentra principalmente en la regulación norteamericana. En efecto, en sus inicios la regulación nacional lo que hace es recoger y emular el modelo estadounidense, uno de los pioneros en el tema a nivel mundial (década del 30).

Por su parte, en Europa hasta el año 1967 había disparidad en los distintos ordenamientos jurídicos en la regulación del abuso de mercado. La denominada “Recomendación” del año 1977 fue el instrumento que tendió a la unificación de los criterios y la reducción de disparidades normativas entre los distintos países, con el objeto principal de facilitar la interpenetración de los mercados nacionales como cuestión esencial para la constitución definitiva de un mercado común.⁷²

Es por ello que en el presente capítulo al analizar la regulación comparada, el análisis se centrará en estos dos centros económicos y regulatorios, por representar dos importantes paradigmas que Chile ha tenido de referencia para abordar el asunto.

⁷² DO L 294 de 18.11.1977, p. 28/28. Ver en línea esta Recomendación en www.europa.eu.

1. REGULACIÓN EN EE.UU.

1.1. EVOLUCIÓN DE SU REGULACIÓN

Pese a ser uno de los primeros países en regular el uso de información privilegiada, la legislación norteamericana no contempla una prohibición expresa ni tampoco una definición de lo que debe entenderse como uso o abuso de información privilegiada. Ha sido a partir de la *Securities Exchange Act* (SEA) de 1934⁷³ y, posteriormente, de la *Insider Trading Sanction Act* (ITSA) de 1984⁷⁴ y la *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act* (ITSFEA) de 1988⁷⁵, que la jurisprudencia norteamericana, tanto de tribunales como de la *Security Exchange Commission*⁷⁶ le ha ido dando contenido y alcance a esta conducta, quedando el control del cumplimiento de tales normas a cargo principalmente de esta última, institución similar a nuestra Superintendencia de Valores y Seguros, que posee facultades para fiscalizar y sancionar el uso indebido de información privilegiada.

Fue la gran crisis económica de 1929 el antecedente mediato para regular el mercado de valores en EE.UU., la que para algunos autores pudo haberse evitado de haber existido algún tipo de regulación que prohibiera la manipulación que la antecedió. A propósito del desastre económico que la crisis provocó y el colapso de los mercados que tuvo un impacto a nivel mundial, el Congreso de los EE.UU. decidió legislar en torno al tema y dictó la *Security Act* de 1933⁷⁷, que a grandes rasgos estableció un sistema revelación de información (*disclosure system*) para los participantes del mercado de valores norteamericano con el fin de lograr un mercado más confiable y transparente⁷⁸. Su propósito fundamental fue que

⁷³ Pub.L. N° 73-291, 48 Stat. 881, aprobada el 6 de junio de 1934, codificada en 15 U.S.C. p. 78 y ss.

⁷⁴ Pub.L. N° 98-376, 98 Stat. 1264 (1984) codificada en 15 U.S.C. 78a y ss.

⁷⁵ Pub L. N° 100-704 aprobada el 19 de noviembre de 1988 codificada en 15 U.S.C.78a y ss.

⁷⁶ La SEC es una agencia federal creada por medio de la Securities Exchange Act de 1934 que de acuerdo a la sección 4 a) está conformada por cinco comisionados nombrados por el Presidente según recomendación y consentimiento del Congreso. Se compone de cuatro divisiones, una de ellas destinada a velar por el cumplimiento de la ley en materia de valores (Division of Enforcement), con facultades sancionatorias, y otra destinada a la regulación del mercado (Division of market Regulation) destinada a expedir las políticas en este ámbito. En este sentido la SEC está dotada de los cuatro poderes básicos de toda agencia: normativo, de determinación judicial, investigación y cumplimiento. Durante la última parte del siglo XX sus poderes se ampliaron considerablemente, actualmente tiene el poder de imponer, además de sanciones administrativas, penas civiles en procedimientos administrativos, y la autoridad de hacer cesar actuaciones. Lo único que no puede hacer es resolver contiendas entre particulares. LÓPEZ. ADRIANA. Introducción a la regulación de valores en Estados Unidos. Revista Mercatoria. Vol. 7, n. 2. 2008. p. 13-14.

⁷⁷ Pub L. N° 113-9 aprobada el 27 de mayo de 1933 codificada en 15 U.S.C.77a y ss

⁷⁸ LÓPEZ. ADRIANA. Op. Cit. (n. 76) p. 5.

el inversionista al analizar la conveniencia de la inversión que pretendía realizar, contara con toda la información necesaria.

Luego vino la *Securities Exchange Act* de 1934, cuyo alcance fue mucho más amplio, incluyendo las transacciones del mercado secundario⁷⁹ y regulando diversos aspectos del comercio de valores una vez que estos ya han sido objeto de distribución primaria, cubriendo en general todos los aspectos de las transacciones de valores y de los mercados de valores. Además creó la SEC, que vino reemplazar a la *Federal Trade Commission*.

Jame Cox, Robert Hillman y Donald Langevoort⁸⁰, señalan que una de las misiones primordiales de esta regulación fue velar por la integridad del mercado de valores y en especial del mercado accionario, lo que además estaría explícitamente mencionado en la introducción de la misma *Securities Exchange Act*. De esta manera se estableció un esquema completo de vigilancia federal de las actividades de las bolsas de valores, junto con asegurar el deber de los emisores de proveer al mercado información actual sobre su condición financiera y la prohibición de manipular el mercado.

Si bien se impusieron deberes específicos de información y se estableció una regulación contra el fraude, no se contempló una norma que en específico regulara el uso de información privilegiada, o definiera siquiera sus alcances. La política fue más bien de corte preventivo y subjetivista, estableciendo en su sección 16(b) una serie de reglas para evitar que ciertas personas específicas (iniciados) utilizaran en su beneficio información privilegiada. Por ello, y en virtud de las facultades que la *Securities Exchange Act* le confería a la SEC para dictar reglas, en el año 1942 se dictó la regla 10 b-5 que amplió considerablemente el campo de aplicación de la regla 10(b), y tendió a darle un carácter más bien objetivo a la regulación, poniendo el acento en la información más que en los sujetos que realizaban la operación, ampliando con ello el campo de posibles responsables.

Luego, en 1984 y 1988 se dictó la *Insider Trading Sanction Act*, y la *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act*, respectivamente, que delimitaron el ámbito

⁷⁹ El mercado primario es aquel que en el cual un emisor vende valores a los inversionistas con el objeto de obtener financiamiento. Es, en el fondo, aquel donde se venden valores emitidos por primera vez, de ahí que se denominen comúnmente emisiones primarias o distribuciones. Mientras que el mercado secundario es aquel en el cual se transan valores que ya han sido emitidos previamente por un emisor, y que no le generan beneficios económicos directamente a éste, sino que a los inversionistas que efectúan las transacciones (*trading*) sobre dicho valores, quienes así van generando márgenes de ganancia de acuerdo a las diferencias obtenidas entre los precios de compra y venta de los activos (*spread*). La facilidad y rapidez con que se producen estas transacciones le otorgará mayor o menor liquidez al mercado. *Ibidem*. p. 4.

⁸⁰ COX, JAMES, HILLMAN, ROBERT y LANGEVOORT, DONALD. *Securities Regulation, cases and materials*. Citado por LÓPEZ, ADRIANA. *Op. Cit.* (n. 76) p. 8.

sancionatorio del *insider trading*. La primera de ellas introdujo una acción de carácter administrativo para perseguir y sancionar la infracción de la regla 10 (b) y 10 b-5, y la segunda, estableció una serie de modificaciones relacionadas con las sanciones a aplicar y bajo qué supuestos hacerlo, resolviendo varias discusiones que se habían tenido a nivel jurisprudencial hasta el momento.

Finalmente, el año 2002 se dictó la *Sarbanes-Oxley Act*⁸¹ conocida también como la reforma de la contabilidad pública y protección al inversionista, que introduce una serie de modificaciones tendientes a evitar el fraude corporativo, fortaleciendo y endureciendo las penas relativas al incumplimiento de la ley. Pero su gran particularidad, radica más bien en la extensión de su aplicación, que excede el ámbito nacional, contemplando exigencias y sanciones para todo aquel que cotice en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE) independiente de su origen. Esta última cuestión, como se verá, ha tenido repercusión a nivel de la regulación de diversos países que han tenido que adecuarse a las nuevas exigencias impuestas para poder seguir transando en las bolsas de EE.UU. Esta vez el antecedente que se tuvo fue el Caso ENRON, uno de los casos de fraude corporativo más grandes que se haya conocido en el último tiempo⁸².

1.2. REGULACIÓN Y SANCIÓN

La *Securities Exchange Act* de 1934, si bien no contiene una norma legal que sancione expresamente el uso de información privilegiada, ni tampoco que la defina, contiene dos secciones relevantes, de las cuales se extrae el marco regulatorio relativo al uso de información privilegiada en EE.UU. y que ya fueron mencionadas en el apartado anterior.

La primera, es la sección 16(b), en la cual establecen ciertos deberes para los directores, administradores y grandes accionistas⁸³ (iniciados o *insiders*) que transen en el mercado de valores de reportar las transacciones que efectúen mensualmente dentro de los diez primeros días del mes siguiente al cual se haya efectuado la transacción. La finalidad es prevenir el uso de información privilegiada de

⁸¹ Pub. L. N° 107-204, aprobada el 30 de julio de 2002, 16 U.S.C p. 745.

⁸² El caso Enron constituye una de las mayores estafas financieras a nivel mundial. En resumen, a través de una serie de técnicas contables fraudulentas, avaladas por su empresa auditora, Enron logró ocultar las enormes pérdidas que arrastraba, sin que ello fuese conocido por el mercado. Cuando lo fue, a un año de haber aparecido como la séptima mayor compañía de Estados Unidos, el valor de sus acciones bajó bruscamente y la compañía se fue a la quiebra, constituyendo el paradigma del fraude empresarial planificado. Para profundizar en el caso, sus aristas y evolución, ver GROSVENOR, PETER. ENRON and the Economics of Corporate Governance. Department of Economics Stanford University, Stanford. 2003. [En línea] http://economics.stanford.edu/files/Theses/Theses_2003/Munzig.pdf [consulta: 21 junio 2013]

⁸³ La misma SEA define que son de esta clase aquellos que posean más del 10% de las acciones de la sociedad.

estas personas, que por su posición preferente respecto de los demás agentes del mercado, tienen acceso continuo a información de este tipo.

Además del deber de informar señala que la compañía tendrá una acción de reembolso en contra de ellos para recuperar toda la ganancia obtenida en la transacción de valores en un período de 6 meses, a menos que los valores hayan sido adquiridos de buena fe para pagar una deuda previamente contraída. Finalmente la disposición prohíbe las denominadas “ventas en corto” (*short selling*), que son aquellas que se efectúan con la intención de comprar con posterioridad a un precio más bajo.

Bajo esta regla, se prescinde del uso de información privilegiada para efectos de hacer procedente cualquier acción. Tan sólo se identifican a determinados sujetos, y se les prohíbe efectuar determinadas transacciones durante ciertas fechas, siendo irrelevante si en la transacción ha habido o no utilización de la información. Se podría decir que, de alguna forma, su utilización se presume dadas las especiales características de los sujetos y de la transacción. La finalidad de la norma denota, en este sentido, un claro interés por proteger a los accionistas de la empresa, frente a los posibles abusos de sus administradores. De ahí también que sea ésta la legitimada activa para “recobrar” las ganancias injustamente obtenidas, lo que puede ser mirado como una medida correctiva de un enriquecimiento injustificado de quienes debían observar ciertos deberes de lealtad para con la compañía.

La segunda, es la sección 10 b-5, que vino a sancionar de modo general el fraude en materia de valores, considerando ilegal cualquier compra o venta realizada por cualquier persona, directa o indirectamente, que constituya o sea capaz de constituir un fraude o engaño hacia cualquier persona^{84 85}.

A partir de esta regla, que fue establecida en virtud de las facultades conferidas a la SEC en la sección 16(b) para dictar reglas que prohíban o que regulen el uso de cualquier práctica manipulativa o fraudulenta, a partir del año 1942 de modo represivo se sancionó el uso de información privilegiada, otorgando tanto acciones públicas (multas y penas criminales) como privadas (indemnizaciones) en contra de aquellos sujetos que utilizaren dicha información de manera abusi-

⁸⁴ La regla 16 b-5 dispuso lo siguiente: “*It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,*

(a) *To employ any device, scheme, or artifice to defraud,*

(b) *To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or*

(c) *To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security”.*

⁸⁵ SALAH, MARÍA AGNES Op. Cit. (n. 9), p. 89.

va. Su finalidad fue, fundamentalmente, proteger a los inversores en el mercado de valores en aquellas áreas en que las leyes federales no los protegían⁸⁶, pues a esa fecha no todos los estados habían regulado el uso de información privilegiada⁸⁷.

A diferencia de la sección 16 (b) ésta regulación sí exigió que la transacción haya sido efectuada sobre la base de información privilegiada, pero sin la limitación de 6 meses, ni de ningún otro tipo en cuanto al tiempo.

Así las cosas, esta segunda reforma introducida por la SEC, tendió en lo concreto básicamente a dos cosas. Por un lado, amplió el campo de sujetos a quienes se extendía la prohibición, pues ya no son sólo los iniciados los destinatarios de la norma, sino “cualquier persona”. Por otro, a diferencia de la sección 16 (b) el acento no estaba puesto en la calidad del sujeto que efectuaba la transacción, sino a la calidad de la información sobre la cual se efectuaba la transacción. De todas maneras, tampoco definió qué se entendía por uso de información privilegiada, ni tampoco a quiénes exactamente se les aplicaba la prohibición, por lo que el contenido del fraude fue dejado a la jurisprudencia tanto judicial como administrativa.

Así, a partir de estas reglas los tribunales impulsados por los esfuerzos de la SEC fueron especificando el contenido del fraude genérico establecido por la sección 10(b), elaborando diversos criterios de imputación de responsabilidad aplicables a este tipo de fraude específico y de esta forma le fueron dando contenido y significado a la figura del *insider trading*⁸⁸.

La primera vez que se aplicó la regla 16 (b) a un caso de uso de información privilegiada fue en el caso *Cady, Roberts & Co.*,⁸⁹ en el año 1961, a propósito de la venta de acciones luego de haber tenido conocimiento de que se dejarían de repartir dividendos. A partir de ahí se elaboró la denominada “teoría del acceso igualitario” (*the equal access theory*), que impone el deber de divulgar al mercado la información que se posee, constituyendo un acto ilegal el no hacerlo y comerciar en base a ella. De esta idea nace la conocida regla de revelar la información o abstenerse de transar conocida como “*disclose or abstain*

⁸⁶ *Ibid.* p 94-95.

⁸⁷ Actualmente cada estado ha expedido sus respectivas Securities Acts (denominadas por la doctrina “Blue Sky Laws”), y desde 1996, año en que se expidió la *National Securities Markets Improvement Act* (NSMIA), se han limitado los alcances de las leyes estatales en materia de valores. Cabe anotar que ello en ningún caso ha significado una pérdida de influencia de la Securities Act, pues la ley estatal es de hecho la génesis de la regulación de valores en todo el país. LÓPEZ. ADRIANA. Introducción. *Op. Cit.* (n. 76) p. 9.

⁸⁸ HUNG, Leng-Chia. Securities Markets—A Place to Get Rich Quick or a Quicksand Going Straight to Jail? The “Mens Rea” Required for Insider Trading Criminal Liability. *National Taiwan University Law Review*. Vol. 5, n. 2. 2010. p. 6-7.

⁸⁹ 40 S.E.C. 907 (1961).

*rule*⁹⁰, concepto clave en la doctrina del uso de información privilegiada, que se traduce en que ante la posesión de información privilegiada, el iniciado tendrá sólo dos opciones: divulgarla o abstenerse de negociar⁹¹. En el fondo no impone directamente el deber de revelar toda información relevante, pero sí obliga a quien la posea a abstenerse de negociar hasta que la información se haga pública⁹².

Otras teorías que se desarrollaron a continuación para atribuir responsabilidad por uso de información privilegiada, fue la “teoría del deber de lealtad” (*fiduciary duty theory*), según la cual sólo era exigible la divulgación de información a quienes tenían un deber de fidelidad. El caso paradigmático fue *Chiarella v. United State*.⁹³ en que el acusado trabajaba en una imprenta en Nueva York, a través de la cual tuvo conocimiento de que una serie de compañías planeaban efectuar ciertas adquisiciones de oferta pública, pues éstas habían mandado a imprimir una serie de documentos que daban cuenta de ello, a raíz de lo cual compró acciones antes de que dicha información se hiciera pública. Si bien en un principio la Corte del segundo circuito condenó a Chiarella en base a la teoría del acceso igualitario, la Corte Suprema estableció que en este caso el Sr. Chiarella debía ser absuelto de los cargos, pues no tenía deber de lealtad con las empresas, y por tanto no se le podía atribuir responsabilidad por uso de información privilegiada⁹⁴. Aquí la Corte Suprema trazó una línea en lo que respecta al concepto de *insider trading* al declarar que la negociación con información material y no pública, en sí misma no era suficiente para sostener la responsabilidad⁹⁵. Se ve que, al igual que en el caso anterior, el acento seguía siendo la protección de la compañía, entendiendo que sólo había deber de divulgar información si dada la posición del sujeto existía un deber de lealtad para con ella.

A continuación, y con el fin de darle un alcance más amplio a la figura, se desarrolló la “teoría de la apropiación” (*misappropriation theory*) según la cual también habría responsabilidad por uso de información privilegiada cuando se viola un deber fiduciario existente respecto de la fuente de información (esta teoría se relaciona con la idea de la propiedad exclusiva de la información)⁹⁶. El caso

⁹⁰ Sobre esta regla en el derecho anglosajón ver WHITE, LYNN. Securities Regulations - The Disclose or Abstain Rule - Tippee Liability. Tennessee Law Review. N° 51. (1983-1984). pp. 359 y ss.; LEVMORE, SAUL. Securities and Secrets: Insider Trading and the Law of Contracts. Virginia Law Review. Vol. 68, n. 1 (1983-1984). pp. 117-160; y HASKELL, E. LIVINGSTON. Disclose-or-Abstain without Restraint: The Supreme Court Misses the Mark on Rule 14e-3 in the United States v. O’Hagan. Wash. & Lee Law Review. 1998. pp. 159 y ss.

⁹¹ CARLTON, DENNIS y FISCHER, DANIEL. Op. Cit. (n. 3) p. 885.

⁹² HUNG, LENG-CHIA. Op. Cit. (n. 88) p. 7.

⁹³ 445 U.S. 222 (1980)

⁹⁴ SALAH, MARÍA AGNES. Op. Cit. (n. 9) p. 99

⁹⁵ HUNG, LENG-CHIA. Op. Cit. (n. 88) p. 7.

⁹⁶ SALAH, MARÍA AGNES. Op. Cit. (n. 9) p. 104.

que dio origen a esta teoría fue el de *United States v. O'Hagan* (1997)⁹⁷, en el que la Corte Suprema declaró que quien obtiene beneficios del uso de información que no ha sido pública aún, y viola los deberes fiduciarios existentes para con la persona que le entregó dicha información (“*in breach of a duty owed to the source of the information*”) es responsable. Con esto, se envió una fuerte señal del mercado en torno a que la ley prohíbe abusar de información para el beneficio personal⁹⁸ independientemente de la relación para con la empresa (o sea, independientemente de poseer la calidad de iniciado) incluyendo dentro de los destinatarios de la norma también a los denominados *outsider* que hasta la fecha, habían estado fuera del ámbito de sanción⁹⁹.

En cuanto al carácter de la información, hay relativa uniformidad tanto a nivel de la doctrina como de la jurisprudencia en cuanto a que ésta debe ser “relevante” (*material*)¹⁰⁰, no pública, y referirse a valores¹⁰¹.

Junto con las dos reglas antes descritas, hubo una tercera regla que también contribuyó a la tarea de dotar de contenido a la figura del *insider trading*. La rule 14e-3, dictada por la SEC a propósito de la reforma a la SEA a través de la *Williams Act* en 1968, vino a llenar un vacío existente en la regla 16 b-5, respecto del uso de información privilegiada en las OPAs¹⁰².

Una última reforma que también tuvo por fin dotar de contenido a la figura del *insider trading* y que de alguna manera vino a resolver uno de los asuntos más discutidos a nivel jurisprudencial, fue la regla 16 b5-1 dictada el año 2000 por la SEC cuyo objetivo principal, declarado en su nota preliminar, fue definir cuándo una compra o venta constituye una negociación efectuada “sobre la base de” (*on the basis of*) información material y no pública, en casos de uso de información privilegiada, y de esta manera hacer frente al problema del estándar de responsabilidad que se debe satisfacer para ser responsable por dicho concepto bajo las reglas 16 (b) y 16 b-5. Dicha regla señaló como estándar para establecer que hay

⁹⁷ 521 U.S. 642, 655 (1997)

⁹⁸ HUNG, LENG-CHIA. Op. Cit. (n. 88) p. 8.

⁹⁹ Para un mayor análisis de del caso O'Hagan ver HASKELL, E. LIVINGSTON Op. Cit (n. 90) y LOBB, JEFF. SEC Rule 14e-3 in the Wake of United States v. O'Hagan: Proper Prophylactic Scope and the Future of Warehousing. William and Marry Law Review. Vol. 40, n. 5. p. 1853-1999.

¹⁰⁰ Para CARLTON, DENNIS y FISCHER, DANIEL una manera de entender la regulación norteamericana relativa al “insider trading” es ver en la regla 16(b) 5, y en específico el requisito de “*material inside information*”, como una limitación a la proscripción del “insider trading” sólo a aquellos casos en que su práctica es ineficiente. Esto, entendiendo que el “insider trading” es un mecanismo eficiente de compensación, que por ende, por regla general no debe ser prohibido. CARLTON, DENNIS y FISCHER, DANIEL. Op. Cit. (n. 3)

¹⁰¹ SALAH, MARÍA AGNES Op. Cit. (n. 9) p. 14-19.

¹⁰² SALAH, MARÍA AGNES. Op. Cit. (n. 9) p. 112-114

responsabilidad el de una “mera conciencia” (*aware*)¹⁰³. Además de definir este estándar para determinar cuándo se está en presencia de “uso” de información material y no pública, establece tres defensas positivas para los sujetos, a saber: (i) si demuestra que antes de ser consciente de estar en presencia de información de ese tipo entró en negociaciones para comprar o vender; (ii) si instruyó a otro para comprar o vender valores por su cuenta y (iii) si aprobó un plan por escrito para la transacción de valores. En este sentido cabe precisar que la regla lo que hace no es establecer una “presunción de uso”, si no que está diseñada para hacer frente al problema de delimitar adecuadamente el uso y posesión de la información, a la vez que otorga una serie de defensas positivas que exoneran al sujeto de responsabilidad, por lo que no hay una inversión en la carga de la prueba¹⁰⁴.

2. UE

2.1. EVOLUCIÓN DE SU REGULACIÓN

En la Unión Europea el primer signo importante de preocupación en relación a las prácticas de abuso de información privilegiada fue el Informe del grupo de expertos sobre la integración de los mercados de capitales de 1967, mediante el cual se representó a los Estados Miembros de la Comunidad Europea¹⁰⁵ la necesidad de regular los controles relativos a la información susceptible de influir en la cotización de valores¹⁰⁶.

Se debe consignar que a esa fecha la regulación del abuso de mercado en los distintos ordenamientos jurídicos europeos se caracterizaba por su disparidad¹⁰⁷. En efecto, mientras en Francia ya en 1967 existía regulación que sancionaba criminalmente el abuso de mercado¹⁰⁸, en Alemania, como ya se señaló, se man-

¹⁰³ “*Was aware of material non public information*”.

¹⁰⁴ HOTZ, ROBERT y BENJAMIN, JAMES. Rule 10b5-1 and criminal insider trading cases. New York Law Journal. Vol. 23, n. 68. Abril 2004.

¹⁰⁵ La Comunidad Europea fue creada como una fusión de las antiguas CECA (Comunidad Europea del Carbón y del Acero), CEE (Comunidad Económica Europea) y EURATOM (Comunidad Europea de la Energía Atómica), por medio del Tratado de Bruselas (1965), y constituye el antecedente más inmediato de lo que conocemos hoy como Unión Europea.

¹⁰⁶ GÓMEZ INIESTA, DIEGO. Op. Cit. (n. 10) pp. 81 y ss.

¹⁰⁷ A este respecto señala la Directiva 89/592 del Consejo de las Comunidades Europeas, a la que nos referiremos más adelante y que regula el uso de información privilegiada, en su parte preliminar considerativa que: “[e]n algunos Estados Miembros no hay normativa que prohíba las operaciones con información privilegiada, y que en entre las normativas existentes en los Estados Miembros se observan importantes diferencias”. [En línea] <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31989L0592:ES:HTML> [consulta 27 julio 2012]

¹⁰⁸ En Francia la Ordinance N° 67-833, de septiembre de 1967, junto con instituir la *Commission des Opérations de Bourse* (Comisión de Operaciones de Bolsa o COB), reguló aspectos relativos a la información de quienes poseen valores mobiliarios y la publicidad de las operaciones bursátiles,

tuvo hasta 1994 un sistema basado en la autodisciplina de los intervinientes del mercado¹⁰⁹. En España, por su parte, ya en 1978 la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores¹¹⁰ había evacuado informe dando cuenta de la necesidad de regular el abuso del mercado, pero no fue sino hasta 1988 que mediante la ley 24/1988 se reguló la materia^{111 112}. En Gran Bretaña, por otra parte, el abuso de mercado fue regulado a través del *Financial Services Authority* de 1986 (FSA),

agregando la prohibición de negociar sobre la base de información privilegiada y reprimiendo criminalmente el uso de información privilegiada por parte de administradores sociales y otros iniciados. [En línea] ver esta Ordenanza en http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?jsessionid=8698715D452494CC0671961862CBA3EA.tpdjo07v_3?cidTexte=JORFTEXT000000698676&dateTexte=19670929. [Consulta 27 julio 2012]. Ahora bien, fue el Reglamento N° 90-08, de 17 de julio de 1990, el que definió dentro de otros conceptos, el de información privilegiada, señalando que “*le terme information privilégiée signifie une information non publique, précise, concernant un ou plusieurs émetteurs, une ou plusieurs valeurs mobilières, un ou plusieurs contrats à terme négociables, un ou plusieurs produits financiers cotés qui, si elle était rendue publique, pourrait avoir une incidence sur le cours de la valeur, du contrat ou du produit financier concerné*”. [En línea] ver este Reglamento en <http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=LEGITEXT000006076225>. [Consulta 27 julio 2012] Ver a este respecto, entre otros, SALAH, MARÍA AGNES. Op. Cit. (n. 9) p. 23. Para un panorama general de la evolución en Europa, ver, GÓMEZ INIESTA, DIEGO. Op. Cit. (n. 10) pp. 81 y ss.

¹⁰⁹ Alemania fue el último de los países de la Unión Europea en regular la materia. En efecto, el 8 de julio de 1994, la Cámara Alta del Parlamento alemán aprobó la legislación respectiva y lo hizo a propósito de sendas discusiones originadas en la dictación de las Directivas Europeas sobre la materia. Antes de dicha regulación el tema de la información privilegiada era tratado mediante las indicaciones voluntarias denominadas “Directrices relativas al uso de información privilegiada. A este respecto ver STANDEN, DANIEL, citado por SALAH, MARÍA AGNES. Op. Cit. (n. 9) p. 76.

¹¹⁰ Más detalles sobre esto en Mensaje del Rey Juan Carlos I de España, en el pronunciamiento de la ley 24/1998.

¹¹¹ La ley 24/ 1988, de 28 de julio, es también conocida en España como Ley del Mercado de Valores (LMV). A esta se le han incorporado modificaciones a raíz de la entrada en vigor de la ley 44/2002 que reforma el sistema financiero, la Directiva 6 del año 2003 de la Unión Europea y la Circular 2/2007 de la Comisión Nacional de Mercado de Valores, equivalente a nuestra Superintendencia de Valores y Seguros. Esta ley establece que información privilegiada es “toda información de carácter concreto que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros de los comprendidos dentro del ámbito de aplicación de esta Ley, o a uno o varios emisores de los citados valores negociables o instrumentos financieros, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación”.

¹¹² Más detalles sobre la regulación del insider trading en la Unión Europea y específicamente en la legislación española, ver VEGA GUTIÉRREZ, JOSÉ ZAMYR. Mercado de Valores en Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursátil: “Insider Trading”. Edisofer. Madrid. 2013. También en versión electrónica, como tesis doctoral titulada “El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, especialmente en el derecho penal español (Art. 285 CP)”. Tesis Doctoral, Universidad Alcalá, Facultad de Derecho, 2010. [En línea] <http://dspace.uah.es/dspace/bitstream/handle/10017/9783/TESIS%20DOCTORAL%20DEFINITIVA%20IMPRESA.pdf?sequence=1>. [consulta 27 julio 2012].

la *Financial Services and Markets Act* de 2000 (FSMA) y la *Companies Act* 1985, sin embargo, ya desde 1977 la *London Stock Exchange* (LSE)¹¹³ había implementado un sistema de autorregulación del mercado mediante el denominado *Model Code*¹¹⁴, que dispuso una serie de restricciones al uso de información de parte de directivos, empleados y personas relacionadas a los diversos agentes del mercado.

Atendida esta disparidad y, en concreto, las diferencias de criterios existentes sobre la materia entre los Estados Miembros y, a su vez, el desconocimiento de la regulación particular de los diversos mercados de capitales europeos, el Consejo de las Comunidades Europeas dictó, el 25 de julio de 1977, la antes mencionada Recomendación 77/534/CEE¹¹⁵. Este instrumento fue el primero que delinea una idea de normativa común sobre el mercado de capitales y, en particular, sobre las operaciones bursátiles con uso de información privilegiada.

El objetivo declarado de esta Recomendación fue avanzar en la unificación de tales criterios y en la reducción de disparidades normativas, todo con el objeto final de facilitar la interpenetración de los mercados nacionales como cuestión esencial para la constitución definitiva de un mercado común¹¹⁶.

La Recomendación estableció un Código de Conducta, dentro de cuyos principios se encontraba la protección a la información del mercado y el uso inapropiado de parte de los agentes del mercado. Esto se tradujo en obligaciones dirigidas a garantizar la transparencia. Así, en relación a las operaciones con uso de información privilegiada, la Recomendación estableció que “todas las personas que dispongan, con motivo del ejercicio de su profesión o de su función, de una información que no haya sido hecha pública, relativa a una sociedad o al mercado de sus títulos o a algún acontecimiento que interese al mercado en general,

¹¹³ Bolsa de Valores de Londres.

¹¹⁴ El denominado *Model Code* corresponde al Capítulo 16 de la Normativa de Cotización establecida por la LSE.

¹¹⁵ Ver *supra* nota 72.

¹¹⁶ A este respecto señala la Recomendación 77/534/CEE, en su parte preliminar, como Exposición de Motivos, que: “la realización de los objetivos enunciados en el artículo 2 del Tratado de Roma y, en particular, el desarrollo armonioso de las actividades económicas de la Comunidad, exige que los capitales estén suficientemente disponibles y que las fuentes de capitales estén suficientemente diversificadas para poder financiar del modo más racional las inversiones en el mercado común. Los mercados de valores mobiliarios están destinados a permitir en todo momento una confrontación muy amplia de la oferta y de la demanda de capitales. El buen funcionamiento y la interpenetración de estos mercados deberán, por consiguiente, considerarse esenciales en la constitución de un ‘mercado común’ de capitales. Aunque las disparidades existentes entre los diferentes mercados financieros de los nueve Estados miembros no hayan constituido hasta ahora un obstáculo insuperable para la realización de algunas transacciones internacionales, el carácter incompleto de las informaciones sobre los propios valores y el desconocimiento de las normas en vigor sobre los diferentes mercados han contribuido a limitar las inversiones de la gran mayoría de los ahorradores a los mercados de los países en que residen o a algunos grandes valores internacionales que tienen cierta fama.”

que pudiera, si se publicare, influir de manera apreciable en la cotización de uno o varios valores mobiliarios, se abstendrán de realizar, directa o indirectamente, cualquier operación por la cual aprovechan dicha información, así como de comunicarla a un tercero para beneficiarle antes de que sea hecha pública”¹¹⁷.

Sin embargo, dada la naturaleza jurídica de Recomendación, su falta de obligatoriedad limitó la eficacia de sus postulados.

La primera regulación realmente vinculante para los Miembros de la Comunidad Europea fue, entonces, la Directiva 89/592/CEE del Consejo de las Comunidades Europeas (en adelante la “Directiva 89/592/CEE”)¹¹⁸, mediante la cual se obligó a todos los estados miembros a adoptar las medidas necesarias para dar cumplimiento a lo dispuesto en ella. Esta Directiva hizo explícita la necesidad de asegurar la igualdad de acceso a la información y de proteger a los inversionistas contra el uso de información privilegiada, en el convencimiento que dichas medidas contribuirían al buen funcionamiento de los mercados y, en consecuencia, a la potenciación tanto de los mercados de valores nacionales¹¹⁹ como de las operaciones transfronterizas en un mercado común¹²⁰.

El artículo 1º de esta Directiva se encargó de definir qué se debía entender por información privilegiada, estableciendo que *se* “trata aquella que no se ha hecho pública, de carácter preciso, que se refiere a uno o varios emisores de valores negociables o uno o varios valores negociables y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de ese o de esos valores”.

En relación al círculo de destinatarios de la prohibición, los artículos 2.1 y 4 de la Directiva dispusieron que serían todas aquellas personas que dispusieran información privilegiada proveniente ya de su condición de miembros de los órganos de administración, dirección o control del emisor, ya de su participación en el capital del emisor, o bien debido al desempeño de un trabajo, profesión o función. Nótese que en el último punto esta Directiva dio pie para incluir a per-

¹¹⁷ Artículo 9 de Principios Generales de la Recomendación.

¹¹⁸ DO L 334 de 18.11.1989, p. 30/32. Ver esta Directiva en línea en www.europa.eu.

¹¹⁹ Sobre el punto, la Directiva 89/592/CEE en su parte preliminar señala: “Considerando que el buen funcionamiento de ese mercado [de valores] depende en gran medida de la confianza que inspire a los inversores; Considerando que esta confianza se basa, entre otras cosas, en la garantía dada a los inversores de que estarán en igualdad de condiciones y de que estarán protegidos contra el uso ilícito de la información privilegiada; Considerando que las operaciones con información privilegiada, debido a que suponen ventajas para ciertos inversores, pueden deteriorar esta confianza y entorpecer así el buen funcionamiento del mercado; Considerando por lo tanto, que conviene adoptar las medidas necesarias para luchar contra las operaciones con información privilegiada”.

¹²⁰ A este respecto señala la Directiva 89/592/CEE, en su parte preliminar considerativa que: “tal regulación coordinada presenta también la ventaja de permitir, mediante la cooperación de las autoridades competentes, luchar más eficazmente contra las operaciones transfronterizas con información privilegiada”.

sonas que adquirieran la información sin una necesaria relación orgánica con el emisor de los valores.

En relación a las conductas prohibidas, dispuso el artículo 2.1. una prohibición de aprovechamiento de la información. En efecto, estableció dicha norma que deberá estar prohibido “adquirir o ceder por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente, los valores del emisor o de los emisores afectados por la información privilegiada explotándola con conocimiento de causa.”

El artículo 3º de la Directiva 89/592/CEE estableció la prohibición de revelación y recomendación. Señala que a los sujetos descritos les está también prohibido “revelar información privilegiada a un tercero, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, su profesión o funciones, y recomendar a un tercero que adquiriera o ceda, basándose en información privilegiada, valores admitidos a negociación en sus mercados.”

Por su parte el artículo 4º amplía el círculo de destinatarios de la prohibición de aprovechamiento de la información privilegiada, obligando a los Estados Miembros a imponer prohibición a todas aquellas personas distintas de las citadas en el artículo 2º que, con conocimiento de causa, posean información privilegiada cuyo origen directo o indirecto sólo pueda ser una persona de las mencionadas en dicho artículo. En el fondo, establece expresamente el deber a los Estados miembros de sancionar también *outsiders*, pero siempre bajo la condición de que la información provenga directa o indirectamente de un *insider*.

La Directiva 89/592/CEE dejó en manos de cada Estado Miembro adoptar disposiciones más restrictivas que las previstas en ella, siempre que sean de carácter general y, en particular, permita hacer aplicables las restricciones del artículo 3º a las personas previstas en el artículo 4º.

El mismo artículo dejó fuera del ámbito de sanción a las operaciones efectuadas por razones de política monetaria, de cambio o de gestión de la deuda pública, por un Estado soberano, su Banco Central u otro organismo que el Estado designe a tal efecto o por cualquiera otra persona que actúe a cuenta de éstos, pudiendo los Estados miembros extender dicha exclusión a sus estados federados o entes públicos territoriales asimilables a estos últimos, en lo que se refiera a la gestión de la deuda pública. Asimismo deja expresamente fuera del ámbito de sanción la comunicación de una información privilegiada a una autoridad con el fin que éste garantice el cumplimiento de las disposiciones de la Directiva.

En relación a las sanciones asociadas al uso de información privilegiada, la Directiva 89/592/CEE, en su artículo 13, dispuso que cada Estado Miembro establecería las sanciones aplicables en caso de infracción de las disposiciones adoptadas en ejecución de la Directiva, las que debían ser suficientes para incitar al respeto de tales disposiciones.

2.2. REGULACIÓN Y SANCIÓN

Pues bien, la normativa impuesta por la Directiva 89/592/CEE, fue finalmente derogada por la Directiva 2003/6/CE de 28 de enero de 2003¹²¹. Esta nueva Directiva, si bien mantuvo grosso modo la regulación anterior, tuvo por objeto actualizar la legislación con el objeto de asegurar la coherencia con la nueva legislación contra la manipulación del mercado y profundizar la protección del mercado ante la escalada de actividades terroristas¹²². A continuación revisaremos los aspectos más relevantes que esta normativa modificó.

La Directiva 2003/6/CE modificó el concepto de información privilegiada, disponiendo en su artículo 1) que ésta es “aquella de carácter concreto, que no se haya hecho pública, y que se refiere directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros, y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de esos instrumentos financieros o sobre la cotización de instrumentos financieros derivados relacionados con ellos”.

De este modo, la Directiva 2003/6/CE precisó la conceptualización de lo que constituye información privilegiada especificando que esta puede referirse directa o indirectamente a emisores e instrumentos financieros, y estableciendo, acto seguido, qué es lo que se entiende por instrumento financiero. Este concepto a diferencia del original “valor negociable”, fue concebido de manera mucho más amplia¹²³.

En el mismo sentido, añadió el artículo 1) lo que se debe entender además como información privilegiada en relación a instrumentos derivados sobre materias primas¹²⁴ y lo que se entenderá como información privilegiada en relación a

¹²¹ Ver *supra* nota 64.

¹²² Ver mensaje de la Directiva 2003/6/CE. En línea ver en www.europa.eu.

¹²³ De acuerdo al numeral 3 del artículo 1) de la Directiva 2003/6/CE se entenderá por instrumento financiero: 1) valores negociables, según lo definido en la Directiva 93/22/CEE, del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables(9); 2) participaciones de un organismo de inversión colectiva; – instrumentos del mercado monetario; 3) contratos de futuros financieros, incluidos los instrumentos equivalentes liquidados en efectivo; 4) contratos futuros sobre tipos de interés; 5) permutas de tipo de interés, de divisa y de participaciones; 6) opciones destinadas a la compra o venta de cualquiera de los instrumentos previstos en estas categorías, incluidos los instrumentos equivalentes que requieran pago en efectivo, en particular las opciones sobre divisas y sobre tipos de interés; 7) instrumentos derivados sobre materias primas; 8) cualquier otro instrumento admitido a negociación en un mercado regulado de un Estado miembro o para el cual se haya presentado una solicitud de admisión a negociación en dicho mercado.

¹²⁴ En relación con los instrumentos derivados sobre materias primas señala la Directiva 2003/6/CE “información privilegiada significará la información, de carácter concreto, que no se haya hecho pública, y que se refiera directa o indirectamente a uno o varios de esos instrumentos derivados, que los usuarios de los mercados en que se negocien esos productos esperarían recibir con arreglo a las prácticas de mercado aceptadas en dichos mercados”.

la ejecución de *órdenes* relativas a instrumentos financieros¹²⁵.

En relación a las conductas prohibidas, esta Directiva mantuvo las prohibiciones de aprovechamiento, revelación y recomendación, agregando en relación al primero que se debe prohibir no tan sólo la utilización de la información para adquirir o ceder instrumentos financieros sino también para intentar adquirirlos o cederlos; y en relación al segundo, añadiendo que el deber de abstención no tan sólo se referirá a la recomendación para adquirir o ceder instrumentos financieros, sino también para *inducir* a ello¹²⁶.

En relación a los destinatarios de la prohibición, la Directiva agregó en su artículo 4) que los Estados Miembros deberán hacer aplicables las prohibiciones a *cualquier persona distinta de las mencionadas* que posea información privilegiada, cuando esa persona sepa, o hubiera debido saber, que se trata de información privilegiada.

Se constata que de alguna manera, esta nueva Directiva tendió a establecer una regulación más abierta y, a su vez, independiente de la cadena generadora de la información, pues por un lado extendió el concepto de información privilegiada y amplió la conducta sancionada y, por otro lado, prescindió de la relación con la fuente generadora de la información como presupuesto de las prohibiciones de aprovechamiento y revelación, ampliando el círculo de destinatarios de las prohibiciones hasta hacer irrelevante las consideraciones entre *insider* y *outsider*¹²⁷.

La Directiva 2003/6/CE añadió además, deberes de publicidad de parte de los emisores de instrumentos financieros en relación a la información privilegiada que les afectare directamente, obligándolos, entre otras cosas, a publicarla en sus sitios de internet. Los emisores sólo pueden retrasar la divulgación que perjudique sus intereses en la medida que tal omisión no sea susceptible de confundir al público y que el emisor garantice la confidencialidad de la información, pudiendo en todo caso los Estados miembros obligar al emisor a informar la decisión de retrasar la divulgación. En este mismo sentido, la Directiva obliga a los emisores a confeccionar listas con las personas que tienen acceso a información privilegiada.

¹²⁵ De acuerdo a la Directiva 2003/6/CE también se considerará “información privilegiada toda información transmitida por un cliente en relación con sus propias órdenes pendientes, que sea de carácter concreto, y que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros y que, de hacerse pública, podría tener repercusiones significativas en los precios de dichos instrumentos financieros o en los precios de los instrumentos financieros derivados relacionados con ellos”.

¹²⁶ Artículo tercero de la Directiva 2003/6/CE.

¹²⁷ En el fondo, el artículo 4) prescinde de la mención a un acto originario de revelación de información privilegiada directa o indirectamente por un insider, como exigía la Directiva anterior. Por lo mismo, podría decirse que carece de relevancia para la prohibición a existencia de una relación fiduciaria.

En cuanto a las sanciones, su establecimiento sigue estando de cargo de los Estados Miembros. En cualquier caso, la Directiva 2003/6/CE obligó a los Estados a que sin perjuicio de las sanciones penales, tomen las medidas administrativas apropiadas, o que se impongan sanciones administrativas contra las personas responsables cuando no se hayan cumplido las disposiciones adoptadas por la misma Directiva. Las medidas deberán tener un carácter efectivo, proporcionado y disuasorio.

Con posterioridad a esta Directiva, la Comisión de las Comunidades Europeas ha dictado las Directivas 2003/124/CE¹²⁸ y 2004/72/CE¹²⁹, que han complementado algunos aspectos de la Directiva 2003/6/CE vigente.

La Directiva 2003/124/CE ha precisado, entre otros aspectos, lo que se debe entender por información de carácter preciso, señalando que así lo será si la información “indica una serie de circunstancias que se dan o pueden darse razonablemente o un hecho que se ha producido o que puede esperarse razonablemente que se produzca, cuando esa información sea suficientemente específica para permitir que se puede llegar a concluir que el posible efecto de esa serie de circunstancias o hecho sobre los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes”¹³⁰.

La misma Directiva ha dispuesto que se entienda por “información que si se hiciera pública, tendría un efecto significativo en los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes”, la información que podría utilizar un inversor razonable como parte de la base de sus decisiones de inversión.

Finalmente, la Directiva 2004/72/CE complementó la Directiva 2003/124/CE vigente, especificando hipótesis acerca de información privilegiada relacionada con instrumentos derivados sobre materias primas, estableciendo normas concretas en relación a los listados de personas con información privilegiada y operaciones sospechosas, entre otras materias.

¹²⁸ DO L 168 de 2.7.2010, p. 23/23. [En línea] Ver esta Directiva en www.europa.eu. [consulta 27 julio 2012]

¹²⁹ DO L 162 de 30.4.2004, p. 70/75. [En línea] Ver esta Directiva en www.europa.eu. [consulta 27 julio 2012]

¹³⁰ Artículo 1 de la Directiva 2003/124/CE.

CAPÍTULO III

PRINCIPIOS PARA UN CONTROL ÓPTIMO

La supervisión financiera para el mercado de valores es un tema de gran relevancia para el desarrollo de un país. Como ya fue explicado en el primer capítulo de esta memoria, una de las denominadas “distorsiones” presentes en él y que repercuten en su eficiencia dice relación con las denominadas “asimetrías de información”. El importante rol que cumple la información en el mercado hace que uno de los principales objetivos sea el propender y asegurar a través de mecanismos adecuados la transparencia en él, asegurando de esta manera una asignación óptima de recursos. En lo que respecta a la materia abordada en el presente estudio, el uso de información privilegiada constituye una falla de mercado caracterizada por la presencia de sujetos que toman ventaja de cierta información que no posee el resto de los agentes, sacando provecho de una situación de asimetría.

Este trabajo parte de la base de que regular normativamente el asunto es necesario para un desarrollo adecuado de este mercado dado su especial rol y características. En tal sentido, se asume que el Estado debe intervenir activamente en la corrección de estas denominadas “fallas”.

En lo que sigue, se brindarán seis criterios que a nuestro juicio sirven para fijar estándares mínimos que debe cumplir una intervención estatal tanto en el ámbito normativo como en la práctica sancionatoria por parte del órgano fiscalizador (SVS) con el objeto de propender a una labor de control adecuada.

Desde ya cabe aclarar que no son los únicos criterios, sino sólo los que a nuestro parecer son los más importantes. Por otro lado, se dejan fuera aquellos que requieran de un examen de aquellos casos en que la SVS decide no aplicar sanción pese a haber iniciado investigación, pues a la fecha no se cuenta con dicha información debido a la negativa de la entidad de entregar dichos fallos¹³¹.

¹³¹ La SVS si bien accedió a entregar aquellas resoluciones que imponían sanciones por infracción

En consecuencia, lo que haremos en lo que sigue es examinar si nuestra regulación (ámbito normativo) y la práctica sancionatoria de nuestro órgano superior de control (SVS) son consistentes y propenden a un mercado de valores más transparente y por ende eficiente.

A nuestro juicio, los requisitos mínimos que debe satisfacer en el ámbito normativo y sancionatorio una supervisión financiera acorde con el objetivo de disminuir las asimetrías de información en el mercado de valores son los siguientes:

1. EN EL ÁMBITO NORMATIVO

Desde un punto de vista preventivo: existencia de correctos mecanismos de divulgación de información.

En capítulos anteriores, hemos hecho hincapié en que la información disponible en el mercado se refleja finalmente en la cotización de los valores de cuya información se trata, de manera tal que a mayor y mejor información el precio del valor estará más cercano a su valor real intrínseco¹³².

En ese sentido y asumiendo que el funcionamiento del mercado genera necesariamente asimetrías de información entre sus participantes, resulta necesario generar debidos contrapesos o equilibrios a estas hipótesis. Estas, en el fondo, son genuinas circunstancias de desigualdad que generan ineficiencias en el mercado.

Evidentemente la sola prohibición de uso de información privilegiada se configura desde ya como la primera herramienta para combatir tales asimetrías. En rigor, es una herramienta para combatir los efectos de dichas asimetrías y su aprovechamiento. De ahí que, a nivel preventivo, nos parece necesario establecer correctos mecanismos de divulgación de información que mitiguen esas asimetrías poniendo a los operadores del sistema en la necesidad de hacer pública información que naturalmente no lo sería y que pueda, en principio, ser capaz de influir en la cotización de los valores.

En ese sentido, un mercado financiero que imponga a los emisores, directores de sociedades, accionistas, auditores, inversionistas, intermediadores y en general a los partícipes del mercado un deber de divulgar a éste y al público en general,

a las conductas descritas en el artículo 165 de la ley 18.045 o en el artículo 13 del mismo texto legal (derogado por la ley 19.031) en materia de información privilegiada, negó lugar a entregar aquellas resoluciones que dictaminaron el cierre sin sanciones en atención a lo dispuesto en el artículo 21 N° 2 de la ley 20.285. Dicha negativa, según se expondrá en mayor detalle más adelante a propósito del examen de los fallos analizados, fue objeto de amparo ante el Consejo de Transparencia, luego reclamo de Ilegalidad ante la Corte de Apelaciones, y finalmente Recurso de Queja ante la Corte Suprema, quien de oficio dejó sin efecto fallo de la Corte de Apelaciones que confirmaba decisión del Consejo de Transparencia que ordenaba la entrega de los mismos, resolviendo en definitiva la improcedencia de dar acceso a dicha información.

¹³² Ver *supra* I.1.2. acerca del rol de la información en el mercado de valores.

información relativa tanto a los valores y negocios de un emisor de títulos negociables como a los factores que influyan en la evolución de los precios de esos instrumentos, de un modo veraz, suficiente y oportuno, ganará en eficiencia.

Por veracidad en la información proporcionada deberá entenderse, en nuestro concepto, que en cumplimiento del deber los agentes del mercado deberán entregar información cuya correspondencia con la realidad sea efectiva, en términos tales que exista plena conformidad entre el hecho conocido y el divulgado. A su vez, por suficiencia, deberá entenderse que la información requiere, por un lado, revestir caracteres de idoneidad en relación al objetivo de poner en conocimiento al mercado de aquella información que pueda influir en la cotización de los valores y, por otro lado, proporcionar la cantidad necesaria de antecedentes como para comprender cabalmente la magnitud del hecho informado, al punto que ello permita a los agentes del mercado evaluar los efectos que ese hecho podría provocar en la cotización del valor y en sus decisiones de inversión¹³³. Finalmente, por oportuna debe entenderse que la información requiere ser proporcionada al mercado tan pronto esta es conocida por quienes tienen posiciones de asimetría o, considerando excepciones, a lo menos propender a esa inmediatez.

Según el profesor Pfeffer se trata, en el fondo, de garantizar a los inversores y al público en general el acceso a información confiable y suficiente sobre las distintas circunstancias susceptibles de afectar la negociación y el precio de los títulos accionarios; de asegurar que los distintos operadores de un mercado de valores tengan el derecho a que todas sus decisiones de inversión o desinversión se hagan en un plano de igualdad, en términos de que todos ellos puedan acceder de un modo simétrico a los mismos niveles de información que determina el valor y precio de los títulos valores que se transan; en fin, de garantizar que los precios de los títulos internalicen toda la información que los pueda afectar¹³⁴.

Pues bien, no por casualidad los deberes de divulgación se han transformado en las herramientas predilectas de las legislaciones para propender a generar mercados más eficientes¹³⁵.

En consecuencia, nos parece que un sistema regulatorio saludable debe contemplar mecanismos que obliguen a los agentes del mercado a divulgar información relevante que generen o dispongan en relación a valores y negocios de un emisor de títulos negociables como a los factores que influyan en la evolución de los precios esos instrumentos.

¹³³ PFEFFER, FRANCISCO. Nuevos deberes informativos y precisiones en torno al concepto de información privilegiada en el contexto de la ley que perfecciona el gobierno corporativo en empresas privadas. p. 2. [En línea] <<http://www.pfeffer.cl/publicaciones/doc/nuevos%20deberes%20informativos.pdf>> [consulta 10 junio 2013]

¹³⁴ *Ibid.*

¹³⁵ Sobre este respecto ver OKELLEY and THOMPSON. Aspen, 5^{ta} ed. New York. 2006. p. 875, citado en LARRAÍN, GUILLERMO y LARRAÍN, MATÍAS. *Op. Cit.* (n. 21) p. 11.

Desde un punto de vista represivo: Existencia de claridad en las conductas típicas (deberes y prohibiciones) y las sanciones aparejadas (tipo y extensión).

Cuando hablamos de sanciones, una de las consecuencias que se derivan del principio de legalidad, principio que es también aplicable en sede administrativa¹³⁶, como límite a la potestad punitiva del Estado, es que las conductas punibles deben estar legalmente determinadas antes del hecho¹³⁷. Esto se expresa en el aforismo *nullum crimen nulla poena sine lex certa*. En otras palabras, los destinatarios de las normas deben saber de antemano de manera clara qué conductas son las que traen aparejada una sanción y en qué consiste.

Ello además de ser una exigencia derivada de la garantía constitucional del principio de legalidad, constituye un factor preventivo importante toda vez que permite a los partícipes del mercado conocer con claridad qué conductas están o no permitidas y cuáles son las consecuencias de su infracción. De esta manera, brinda importantes criterios ordenadores de conducta que facilitan el cumplimiento de la ley.

En este sentido, dado que el mercado de valores supone una serie de actividades complejas, el nivel de precisión que debe existir en la regulación debe ser alto, acorde con dicha complejidad.

¹³⁶ El Tribunal Constitucional ha reconocido de modo enfático en reiteradas sentencias que aun cuando las sanciones administrativas y las penas difieren en algunos aspectos, ambas pertenecen a una misma actividad sancionadora del Estado, el llamado *ius puniendi*, encontrándose ambas sujetas al estatuto constitucional establecido en el numeral 3° del artículo 19 de la CPR. Así, ha señalado que “los principios inspiradores del orden penal contemplados en la Constitución Política de la República han de aplicarse, por regla general, al derecho administrativo sancionador; puesto que ambos son manifestaciones del *ius puniendi* propio del Estado” (Rol N° 244, considerando 9°) o que “Aun cuando las sanciones administrativas y las penas difieren en algunos aspectos, ambas pertenecen a una misma actividad sancionadora del Estado el llamado *ius puniendi* y están, con matices, sujetas al estatuto constitucional establecido en el numeral 3° del artículo 19” (Rol N° 480, considerando 5°). Por su parte en la misma línea se ha pronunciado la propia Contraloría General de la República, en una asentada jurisprudencia en la que ha reconocido que los principios del derecho penal son aplicables en materia de sanciones administrativas. Entre otros, Dictámenes N° 14.571 de 2005, N° 28.226 de 2007 y N° 34.407 de 2008 donde se afirma en este sentido que: “(...) tanto la potestad sancionatoria penal como la administrativa, constituyen una manifestación del “*ius puniendi*” del Estado, razón por la cual se ha entendido que es posible aplicar los principios del derecho penal al derecho administrativo sancionador (...)”. Lo mismo ha hecho la doctrina especializada en la materia. Al respecto véase, AGUERREA, PEDRO. El estatuto constitucional de las penas. Su aplicación a las sanciones administrativas conforme a los antecedentes de la comisión de estudio de la nueva Constitución. En Sanciones Administrativas y Derechos Fundamentales, Academia de Derecho, Universidad Santo Tomás. 2005. pp. 51-62. El autor sostiene la procedencia de esta conclusión a la luz de los antecedentes aportados por la historia fidedigna de las disposiciones constitucionales.

¹³⁷ ROXIN, CLAUDIUS. Derecho Penal, Parte General. Tomo I. Civitas, Madrid. 1997. p. 137; CURY URZÚA, ENRIQUE. Derecho Penal, Parte General. Tomo I. Editorial Jurídica de Chile. Santiago, 1982. pp. 123 y ss; HORVITZ, MARÍA INÉS y LÓPEZ, JULIÁN. Derecho Procesal Penal, Tomo I. Editorial Jurídica de Chile, Santiago. 2007 pp. 46 y 47.

Por otro lado, en la aplicación de dichas reglas el juzgador deberá ajustar la conducta a sancionar en el supuesto normativo pertinente. Así los intervinientes en el mercado sabrán con certeza las consecuencias que se deriven de su actuar y podrán conducirse conforme a derecho.

En lo relativo al uso de información privilegiada, las conductas típicas deben ser claras tanto en lo relativo a su descripción como a los requisitos específicos que distingan los diversos supuestos entre una y otra. Asimismo, las sanciones asociadas a cada una deben también tener cierta coherencia con las distintas hipótesis reguladas.

En otras palabras, este requisito de claridad se cumple si es que las consecuencias del actuar de los posibles sancionados son previsibles.

El regulador debe contar con poderes adecuados, recursos apropiados y la capacidad para desempeñar sus funciones y ejercer sus poderes.

Como se ha señalado, partiendo de la base de la necesidad de regular normativamente el mercado de valores, uno de los aspectos esenciales dice relación con la existencia de un ente regulador y fiscalizador que tenga las facultades necesarias y suficientes para dictar normas técnicas y vigilar y controlar efectivamente el cumplimiento de las normas.

Para ello es preciso dotar al ente fiscalizador de poderes para supervisar, inspeccionar e investigar la aplicación y respeto de la ley, dictar normas técnicas que regulen aspectos concretos del mercado, sancionar las infracciones, otorgar autorizaciones o licencias a los agentes regulados del mercado y también fomentar el desarrollo del mercado de valores.

En ese sentido, debe necesariamente proporcionarse financiación adecuada para el regulador a fin de permitir que éste realice sus tareas de modo efectivo. El nivel de recursos deberá reconocer la dificultad de tener personal experimentado que tenga capacidades técnicas para el cabal cumplimiento de su rol, dada la sofisticación y complejidad de los mercados de valores modernos.

2. EN EL ÁMBITO SANCIONATORIO

El regulador debe contribuir en la práctica persecutoria a revisar el alcance de la regulación con regularidad.

Este principio que está contenido en los principios de la IOSCO¹³⁸ importa dotar al ente fiscalizador de un rol activo en la perfectibilidad de la normativa regulatoria.

¹³⁸ La IOSCO (International Organization of Securities Commissions) es un organismo internacional que reúne a los reguladores de valores del mundo y es reconocido como un organismo pionero en el sector de valores. Para un examen detallado de los principios o criterios propuestos por la IOSCO ver directamente <http://www.iosco.org>

En términos simples se traduce en que la práctica sancionatoria debe ayudar a detectar las falencias y virtudes del marco legal aplicable.

En lo que respecta al uso de información privilegiada debe propender a detectar tanto los posibles vacíos legales existentes, como así también la posible superposición de conductas asociadas a sanciones diversas, la contradicción de tipos infraccionales o la ausencia de facultades legales de persecución, entre otros.

Si bien es cierto un examen del marco legal aplicable puede dar luces en cuanto al punto, no es sino en la práctica sancionatoria donde estos problemas se presentan y deben ser resueltos de manera razonable por parte del juzgador. Es en esta práctica de control y fiscalización donde cobra gran relevancia el aporte del ente fiscalizador en aras a detectar las falencias del sistema.

Claridad y consistencia en la aplicación del sistema de responsabilidad a nivel de la sanción (sujetos a sancionar y tipo de conductas sancionadas)

Desde que uno de los mecanismos de protección al mercado de valores, específicamente relativo a reparar los efectos de las asimetrías de información, es la tipificación de un delito y de una infracción consistentes en el uso indebido de información privilegiada, se torna imprescindible que el legislador trace de manera clara los límites de las conductas prohibidas con el objeto de darle certeza a los ciudadanos sobre el alcance de la amenaza punitiva, tanto en relación a los hechos constitutivos de tales infracciones como a la naturaleza y magnitud de la sanción o consecuencia aparejada a la infracción de la norma.

Esto no es sino un requerimiento que debe imponer un Estado de derecho a la regulación sobre protección al mercado de valores.

Debido a que nuestro análisis versa acerca de sanciones relativas a infracciones de orden administrativo, será relevante la determinación clara de esa infracción y de su sanción.

Junto a ello, nos parece muy relevante que esa claridad se refleje también en la aplicación del sistema de responsabilidad a nivel de persecución por la Superintendencia de Valores y Seguros. En el fondo, que los hechos por los que se persiga una infracción en un caso concreto sean expuestos de manera clara en la sentencia respectiva y que en ella se consigne también con la misma claridad el ejercicio que determine la sanción y su cuantía¹³⁹. Esto es también un requerimiento que impone un Estado de derecho y que corresponde, a nivel jurisdiccional, al deber de motivación de las sentencias judiciales.

¹³⁹ Este deber está específicamente regulado en la ley 19.880 sobre bases de los procedimientos administrativos que rigen los actos de los órganos de la Administración del Estado, que prescribe: “Artículo 41. Contenido de la resolución final. La resolución que ponga fin al procedimiento decidirá las cuestiones planteadas por los interesados. (...) Las resoluciones contendrán la decisión, que será fundada. (...)”

Asimismo, nos parece importante que sin perjuicio de la definición de ciertos criterios a nivel de política criminal, el ejercicio de persecución efectuado por la Superintendencia de Valores y Seguros refleje cierto tipo de coherencia o estabilidad en relación a las conductas sancionadas y la determinación de su sanción con el objeto de propender a un sistema de persecución que resulte claro o predecible para los ciudadanos, evitando situaciones en que un caso con hipótesis equivalentes sea resuelto de manera dispar.

Los requerimientos de claridad y consistencia en la aplicación del sistema de responsabilidad también exigen que el ente regulador dote de contenido específico aquellos preceptos legales que lo requieren dada su generalidad o aplique en la práctica la regulación que el mercado de valores pueda tener formulada en base a principios. Si esta aplicación del derecho se hace de manera repetida, constante y coherente, revelará un criterio o modo de interpretar y de aplicar las normas jurídicas, generando mayor claridad, consistencia y certeza en la aplicación del sistema.

Principio de oportunidad en la elección de casos a sancionar¹⁴⁰.

Un último principio que se debe satisfacer para el cumplimiento del objetivo señalado, es que el ente fiscalizador debe ser eficiente en el uso de sus recursos.

Como ya se señaló a propósito de las diversas formas de manipulación de mercado, éstas se encuentran en directa relación con el poder de mercado que posea el agente manipulador. Por lo que dependiendo del tipo de agente que se trate, sus operaciones tendrán un impacto mayor o menor de acuerdo a dicho “poder de mercado” y en la medida que sean imitadas tendrán la capacidad de marcar la dirección de los precios, lo que se dará en mayor grado mientras más grande sea el tamaño del mercado en cuestión¹⁴¹.

Como los recursos con que se cuenta para fiscalizar son limitados, uno de los obstáculos de un control estatal de la actividad financiera es la desproporción entre el nivel de actividad y la capacidad persecutoria, en el sentido de disponibilidad de recursos con que cuenta el aparato estatal para hacer frente a las posibles distorsiones del sistema¹⁴².

¹⁴⁰ En sede penal el principio de oportunidad opera bajo el prisma del cumplimiento de dos objetivos principales. Por un lado, propender a la descriminalización de hechos punibles, evitando la aplicación del poder estatal allí donde otras formas de reacción frente al comportamiento desviado pueden alcanzar mejores resultados o donde resulte innecesaria su aplicación. Por otro, servir como herramienta de “eficiencia del sistema penal” que restrinja la aplicación del *ius puniendi* estatal en aquellas áreas o para aquellos hechos en los que resulta indispensable su actuación como método de control social. Este último objetivo es al que nos referimos en este apartado. Al respecto ver HORVITZ, MARÍA INÉS y LÓPEZ, JULIÁN. Op. Cit. (n. 137) p. 48, citando a MAIER.

¹⁴¹ Vid *supra* capítulo I.1.2.1 sobre abuso de mercado.

¹⁴² STIGLITZ, JOSEPH. El papel del gobierno en el desarrollo económico. Revista Cuadernos de Economía. Vol XVIII, n. 30, Bogotá, 1999. p. 347-366.

En el caso del mercado de valores, el volumen y número de transacciones que se registran cada día hacen prácticamente, imposible detectar, investigar y sancionar todas las infracciones que día a día ocurren¹⁴³.

La manera de hacer frente a este problema, sin perder de vista el objetivo propuesto, debiese ser a nuestro juicio la aplicación de una especie de principio de oportunidad en la elección de casos a sancionar.

Dado que es imposible sancionar todos los supuestos de infracción a la ley, el órgano persecutor debe elegir de todos los casos posibles aquellos que cumplan con cierta relevancia, ya sea por la posición, actividad y/o envergadura del inversionista, la operación o el emisor de los valores transados.

¹⁴³ Sólo a modo de ejemplo, la Bolsa de Comercio de Santiago registró el año 2010 transacciones totales por \$ 28.193.006 millones de pesos (USD\$ 60.031 millones), registrando un número de negocios de 1.882.674. El año 2011 se registraron transacciones totales por \$ 27.705.103 millones de pesos (USD\$ 57.332 millones) y durante el año 2012 por \$ 22.447.386 millones (US\$ 45.997 millones). Para mayor detalle de estas estadísticas ver en línea <http://www.bolsadesantiago.com/theme/sintesisestadisticas.aspx>

CAPÍTULO IV

REGULACIÓN NACIONAL. EL CASO CHILENO

1. INTRODUCCIÓN

1.1. MERCADO DE VALORES CHILENO Y ORIGEN DE NUESTRA NORMATIVA DE VALORES

El mercado de valores chileno experimentó un gran crecimiento a partir del año 1980, el que se mantuvo más o menos estable hasta el año 1995. Dicho período, según diversos autores nacionales, se caracterizó por una fuerte expansión de las instituciones, gran actividad y sofisticación de los instrumentos¹⁴⁴.

En dicho contexto es que se dicta, junto con otras iniciativas reguladoras relacionadas a la materia¹⁴⁵, la ley 18.045 de Mercado de Valores de 1981 en cuyo texto original si bien se contemplaban ciertos deberes relativos a la información, no se contemplaron sanciones para hipótesis de uso de información privilegiada, sino solamente para casos en que había manipulación de la información proporcionada al mercado.

Así las cosas, si bien durante la década de los 80 se enfatizó en gran medida el desarrollo del mercado de capitales, a través del fortalecimiento de sus leyes y la

¹⁴⁴ Si se miran los volúmenes transados en bolsa, el patrimonio bursátil, los volúmenes de intermediación financiera, las colocaciones de bonos y los montos administrados por las AFP, fondos mutuos y fondos de inversión, es posible apreciar un notorio aumento de los mismos en el período señalado, durante el cual Chile experimentó un mejoramiento en los índices de transacciones (liquidez), capitalización de mercado y creación de nuevos instrumentos e instituciones, que se unió a la expansión económica de Chile en el mismo período. ARRAU, PATRICIO. El Mercado de Capitales Chileno: Un necesario Big-Bang para el crecimiento [en línea] <www.cepchile.cl/dms/archivo_3281_1638/10_arrau.pdf> [consulta: 05 agosto 2011] p. 334.

¹⁴⁵ Ley de Sociedades Anónimas (1981), Reforma Tributaria (1984), la nueva Ley de Bancos (1986), entre otras.

creación de nuevas instituciones¹⁴⁶, en nuestro país no hubo un desarrollo mayor en lo que al uso de información privilegiada se refiere.

Quizás la reforma más importante que en esta materia se hizo fue la del año 1994, en que se incluye un título dedicado especialmente a la información privilegiada, cuya particularidad es que por primera vez define legalmente el concepto, además de imponer una serie de deberes y prohibiciones a quienes tuvieren acceso a ella. Junto con ello, establece presunciones de acceso para ciertas personas en razón de su cargo o posición (*insiders*), quienes entonces se encuentran de inmediato sometidos a los deberes y prohibiciones que la ley señala, los que además se mantienen en el tiempo, pese a haber cesado estas personas en el cargo.

Luego, producto de la situación económica que impactó al país a fines de los 90, y a raíz de la controversia suscitada a propósito de algunos escándalos financieros —que de alguna manera dieron luces sobre las falencias de nuestra regulación en materia económica— se plantearon una serie de reformas macroeconómicas para gran parte de los sectores que componen la economía nacional. Uno de los sectores tocados con este debate fue el mercado financiero y de capitales, a través de las denominadas Reformas al Mercado de Capitales I y II (MK I y MK II), en 2001 y 2007 respectivamente. Dentro de las reformas propuestas, estaba promover la sana competencia entre distintos actores del mercado, desreglamentar el marco legal excesivo y modificar el modo de fiscalización desde exceso de prevención ex ante a un mayor control ex post¹⁴⁷.

Se podría decir en lo que respecta al uso de información privilegiada, que estas reformas tuvieron su principal enfoque en lo referente a gobiernos corporativos, imponiendo mayores deberes a los emisores de valores en cuanto a la información y aumentando considerablemente el estándar con que la misma debía ser divulgada al mercado y las responsabilidades asociadas.

De alguna manera, la evolución de la regulación del uso de información privilegiada en Chile se vio, desde su inicio, influenciada por la experiencia del derecho comparado, siguiendo su tendencia hacia mayor regulación en pos de fortalecer el mercado de valores que cada vez cumplía un rol más relevante en la economía tanto nacional como mundial¹⁴⁸.

¹⁴⁶ ARRAU, PATRICIO. Op. Cit. (n. 144) p. 335.

¹⁴⁷ *Ibid.*

¹⁴⁸ El profesor Arturo Prado señala a propósito de las reformas introducidas por las leyes 19.301 de 1994 y 18.398 de 1995 que estas vinieron a recoger precisamente la influencia ejercida por la legislación estadounidense, cuyo modelo legislativo habría influenciado no sólo Chile sino a toda Latinoamérica, según se habría señalado en la moción del Senado. PRADO, ARTURO. Acerca del concepto de información privilegiada en el mercado de valores chileno: su alcance, contenido y límites. *Revista Chilena de Derecho*. Vol. 30, n. 2 Sección estudios. año 2003. p. 240.

En el apartado que sigue se analizará someramente cual fue el tránsito que sufrió la regulación y sanción del uso de información privilegiada en nuestro país, para luego entrar a analizar cómo se estructura actualmente, y como ha sido llevado a la práctica por parte de la Superintendencia de Valores y Seguros el control y sanción de este tipo de casos, desde los inicios de la ley hasta la actualidad.

1.2. EVOLUCIÓN DE LA REGULACIÓN Y TIPOLOGÍA DE SANCIONES.

HISTORIA DE LA LEY

La ley 18.045 dictada en el año 1980 en su artículo 13 establecía deberes de reserva para ciertas personas que en razón de su cargo tenían acceso a cierta información, prohibiéndoles valerse de la misma para obtener algún tipo de ventaja¹⁴⁹. Sin embargo no contemplaba una sanción propiamente tal para el caso en que ésta se infringiera, sino que solamente señalaba que la persona debía devolver las utilidades obtenidas a la caja social, además de otorgar al perjudicado por dicha infracción el derecho a demandar indemnización de perjuicios en contra del infractor¹⁵⁰.

Junto con este deber de reserva y prohibición de valerse de la información para obtener ventaja, contemplaba en su título XI varias sanciones, pero sólo para aquellas hipótesis en que proporcionaba información falsa o tendenciosa. No se sancionaba penalmente el uso de información privilegiada, ni la infracción al deber de reserva.¹⁵¹

¹⁴⁹ El artículo 13 original disponía: “Artículo 13: Los directores, administradores y, en general, cualquiera persona que en razón de su cargo o posición tenga acceso a información de la sociedad y de sus negocios, que aún no haya sido divulgada oficialmente al mercado por la compañía en cumplimiento de lo dispuesto en la presente ley y que sea capaz de incluir en la cotización de los valores de la misma, deberán guardar estricta reserva.

Asimismo, se prohíbe a las personas mencionadas en el inciso anterior valerse de la información reservada para obtener para sí o para otros, ventajas mediante la compra o venta de valores. Ellas deberán velar para que esto tampoco ocurra a través de subordinados o terceros de su confianza.

Las personas mencionadas en el inciso primero que hayan actuado en contravención a lo establecido en este artículo, deberán devolver a la caja social toda utilidad que hubieren obtenido a través de transacciones de valores de la sociedad.

Toda persona perjudicada por infracción a lo dispuesto en el presente artículo tendrá derecho a demandar indemnización en contra de las personas indicadas en el inciso primero, excepto si estaba en conocimiento de la información reservada.”

¹⁵⁰ PRADO, ARTURO. Op Cit. (n. 148) p. 240, señala a este respecto que el artículo 13 original adolecía de graves lagunas, ya que no reglamentaba realmente la información privilegiada sino una institución afín a ella, como era la de la información reservada. Por otro lado, agregaba “se observa lo mal delineada de la técnica legislativa con que se resolvía el tema de la utilización abusiva, la que sólo podía tener lugar en el ámbito societario (‘información de la sociedad’) teniendo como único objeto la compra y venta de los valores emitidos por esta”.

¹⁵¹ Los artículos 59, 60 y 61 de la ley 18.045 contemplaron sanciones penales para determinadas conductas, que en lo que respecta a la información, sólo sancionaban la proporción maliciosa

Bajo la vigencia de esta normativa es posible afirmar que el objetivo de claridad en las conductas a sancionar no se cumplía a cabalidad, toda vez que el artículo 13 planteaba una serie de dudas tanto en cuanto a los sujetos destinatarios del denominado “deber de reserva” como del tipo de información respecto del cual pesaba el deber de reserva y la prohibición de uso, que en la práctica se resolvieron vía jurisprudencial.

Bajo la vigencia de esta normativa la SVS dictó la circular 2506 de 1987 cuya relevancia es que precisa el alcance del artículo 13 señalando, entre otras cosas, que:

“la información reservada es también, en relación al sujeto que la utiliza, información privilegiada”, por lo que “en consecuencia, ambos términos pueden ser aplicables a la misma situación”,

“la disposición legal que prohíbe transar valores usufructuando de información privilegiada no sólo se refiere a directores, administradores o gerentes, sino que también recae en aquellas personas que en razón de su cargo o posición tienen acceso a información de la sociedad y de sus negocios que, siendo capaz de influir en la cotización de sus valores, aún no ha sido oficialmente difundida al mercado”,

“De esta manera, debe entenderse que el término “cargo” es aplicable tanto a aquellas personas que lo ejercen en las sociedades, como también en los organismos públicos fiscalizadores de aquéllas, y el término “posición” se aplica a aquellas personas que, sin ocupar cargos en las entidades referidas se encuentran, por alguna razón o circunstancia, vinculadas o relacionadas con ellas o con cualquiera de sus trabajadores o funcionarios (consultores, intermediarios de valores, parientes, auditores externos, clasificadores de riesgo, etc.). Luego, también serían contrarias a la ley todas aquellas transacciones efectuadas por terceros que hayan usufructuado de información privilegiada proporcionada por personas relacionadas, interna o externamente, con la sociedad y sus negocios.”

Como se verá, el contenido de la citada circular servirá como antecedente importante de la reforma y la manera en que se reguló el asunto con posterioridad en cuanto a la extensión de la prohibición.

Este modelo se mantuvo vigente hasta el año 1987 en que se dictó la ley 18.660, que incorporó normas relativas a las clasificadoras de riesgo, imponiéndoles a ciertas personas que tuvieran, en razón de su cargo, acceso a información reservada de las sociedades clasificadas, la prohibición de aprovecharse (“valerse”) de ella. Como correlato de esta nueva prohibición, contempló una nueva sanción penal para el caso en que se infringiera dicho deber. Adicionalmente, introdujo el artículo 60 d) que sancionaba también penalmente a ciertas personas que en razón de su cargo tuvieran acceso a información reservada de los emi-

de antecedentes falsos a la Superintendencia de Valores y Seguros o a la Bolsa de Valores (artículo 59), o la difusión de información falsa o tendenciosa para inducir a error al mercado (artículo 61).

sores clasificados y revelaren el contenido a terceros. Así se sancionaba por un lado, el valerse de dicha información reservada, y por otro, el revelarla, pero aún restringido a un ámbito acotado de autores, que en razón de su posición tenían acceso a la misma, sin sancionar directamente el “uso de información privilegiada” como hipótesis genérica de abuso.

Recién en el año 1994, mediante la Ley 19.301 se introducen normas importantes en lo que respecta al uso de información privilegiada. Se incorporan por un lado, una serie de normas relativas a las sociedades administradoras de fondos de pensiones fiscalizadas por la SVS, estableciendo a su respecto una prohibición de utilizar en beneficio propio o ajeno la información relativa a operaciones a realizar por el fondo antes que éstas se efectúen (artículo 162 d), y de comunicar la información esencial relativa a operaciones por cuenta del fondo a terceros que no participen en dichas operaciones (artículo 162 e), incluyendo en el título relativo a las sanciones el artículo 59 l letra e), que sancionaba penalmente las infracciones a dichos deberes.

Por otro lado, y aquí está quizás una de las cuestiones más relevantes de esta reforma, incorpora un nuevo título XXI titulado “De la información privilegiada”, que vendría a sustituir el original artículo 13 de la ley que trataba de la “información reservada”, definiendo por primera vez lo que se entendía por “información privilegiada” para efectos de la ley (artículo 164). A continuación de la definición, que será examinada con detalle más adelante, en su artículo 165 establecía para quienes tuvieren acceso a ella una serie de deberes de reserva y prohibiciones (prohibición de adquirir las acciones sobre las cuales se posea información privilegiada, valerse de la misma para obtener beneficios o evitar pérdidas, comunicarla a terceros, o recomendarles su adquisición o enajenación).

Además, en su artículo 166 establecía una serie de presunciones de acceso a información privilegiada, en razón del cargo o posición de los sujetos, cuya consecuencia inmediata era hacer operativo de pleno derecho los deberes y prohibiciones antes señalados, los que además, conforme señalaba el artículo 167, se mantenían pese a haber cesado estas personas en el cargo respectivo. Como contrapartida, incorporaba la letra e) en el artículo 60, sancionando con presidio menor en cualquiera de sus grados el uso deliberado de la información por parte de las personas señaladas en el artículo 166, más una pena accesoria de inhabilitación que posteriormente fue derogada por la ley 19.705 del año 2000.

La reforma del año 1994 incluyó también una modificación relativa al régimen de sanciones, regulado principalmente por el Decreto ley N° 3538, de 1980, Ley Orgánica de la Superintendencia de Valores y Seguros (en adelante “DL 3538”), la Ley de Mercado de Valores y sus leyes modificatorias¹⁵², consistente

¹⁵² Principalmente la Ley 19.705 sobre Oferta Pública de Adquisición de Acciones que aumentó el monto máximo de las sanciones y estableció criterios para la determinación de la multa.

en el cambio de sujeto activo de la obligación de reintegro. Ahondaremos en los detalles legislativos del sistema de sanciones cuando analicemos las multas cursadas por la Superintendencia de Valores y Seguros¹⁵³.

Con posterioridad a esta gran reforma, la ley 19.389 de 1995 introdujo al artículo 165 un inciso nuevo que regulaba las operaciones de los intermediarios de valores que tuvieran acceso a información privilegiada, condicionando su actuación a ciertas reglas.

Luego, en el contexto de la reforma al mercado de capitales (MK I), el año 2001 se dictó la ley 19.705, que junto con incorporar una serie de normas reguladoras de las ofertas públicas de adquisición de acciones, en lo que compete a este estudio, introdujo dos letras nuevas al artículo 60 sancionando penalmente un tipo común de uso de información privilegiada, para todo el que valiéndose de información de éste tipo por sí o por intermedio de otras personas, y con el objeto de obtener un beneficio o evitar una pérdida, realizare cualquier operación con valores de oferta pública (letra g), y para quien revelare información privilegiada con el mismo fin (letra h).

De esta manera, por primera vez en Chile se sancionaba penalmente el uso de información privilegiada, a través de un tipo común que no exigía poseer una calidad especial, y cuyo núcleo de la acción típica estaba dado por el mero “aprovechamiento” (propiamente uso) o el hecho de “revelarla” (*tipping*) con el fin de obtener una ganancia o evitar una pérdida.

La última reforma importante data del año 2010 mediante la ley 20.382 que introdujo perfeccionamientos a la normativa que regula los gobiernos corporativos de las empresas.

En el mensaje de la ley se señala que el proyecto se sustenta en los principios de transparencia en el mercado, y que una de sus finalidades es precisamente corregir asimetrías de información, reducir los costos de información y coordinación.¹⁵⁴ Para ello en lo que respecta al uso de información privilegiada,

¹⁵³ Ver *infra*, capítulo V.2.4, Análisis de las sanciones aplicadas.

¹⁵⁴ En cuanto a la transparencia señala que: “Este proyecto de ley busca aumentar el flujo de información al mercado, permitiendo a los accionistas y al regulador una mejor supervisión y evaluación de la empresa. La experiencia internacional indica que es indispensable que las empresas realicen un esfuerzo tendiente a ordenar, procesar y entregar información relevante a sus accionistas y al mercado, debiendo poner especial cuidado en que el acceso a esta información se pueda lograr en forma oportuna, precisa e igualitaria.

Por otra parte, el deber de velar porque no se abuse de la información privilegiada no puede quedar solamente entregado a la autoridad, puesto que es en directo interés de los accionistas de la empresa evitar que ello ocurra. En razón de lo anterior, el directorio debe ejercer un rol insustituible en la definición de políticas que promuevan la transparencia y definir, a través de directrices claras y eficientes atendida la realidad de la empresa, las normas que regulen las transacciones de los principales ejecutivos y directores de la empresa. En ésta y otras materias similares, el proyecto de ley encomienda a la Superintendencia que, sin perjuicio de sus facul-

introduce normas relativas a la información que se deberá proporcionar al mercado¹⁵⁵, y un nuevo título IV relativo a las transacciones sobre valores de oferta pública donde se imponen determinados deberes a los emisores de valores de oferta pública, tendientes a evitar la transacción de valores de la compañía o de valores cuyo precio o resultado dependa o esté condicionado, en todo o en parte significativa, a la variación o evolución del precio de dichos valores, dejando su regulación concreta a la sociedad en cuestión mediante las denominadas normas internas, contenidas en el “Manual de Manejo de Información de Interés para el Mercado”, las que en todo caso deberán ser de conocimiento público.

Por otro lado, modifica el artículo 60 eliminando la pena accesoria de inhabilitación que allí se señalaba, aumentando la pena para el delito de difusión de información falsa o tendenciosa, cuando la conducta descrita se realice en razón del cargo, posición, actividad o relación, y para los delitos de los artículos 59, 60 y 61, introduce como pena accesoria común la “inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión, si el autor ha actuado prevaletándose de su condición profesional; o la de inhabilitación especial de cinco a diez años para desempeñarse como gerente, director, liquidador o administrador a cualquier título de una sociedad o entidad sometida a fiscalización de la Superintendencia respectiva”.

De esta manera, a grandes rasgos es posible concluir que Chile, siguiendo la senda de otros países –principalmente de la regulación norteamericana– ha ido progresivamente fortaleciendo la normativa sobre uso de información privilegiada en tanto hipótesis de abuso, dotándola de mayor amplitud tanto al campo que éste abarca, como en relación a los sujetos sobre los cuales pesan ciertos deberes y prohibiciones, y las sanciones a que éstos se exponen en caso de infracción.

En lo sucesivo se analizará en detalle, cual es el producto de todo este debate en cuanto a la normativa que actualmente rige este tipo de conductas.

2. REGULACIÓN ACTUAL

Nuestra legislación regula el uso de información privilegiada sistemáticamente a raíz de las reformas introducidas el año 1994 a la Ley 18.045 de Mercado de Valores promulgada el año 1981, al introducir un nuevo título denominado “De la información privilegiada”.

tades normativas generales establecidas en conformidad a su ley orgánica, dicte normas de carácter general que contribuyan a la formulación y mejor funcionamiento de las mencionadas políticas.”

¹⁵⁵ Introduce, entre otras modificaciones, en el artículo 10 inciso segundo relativo al deber de emitir información veraz, suficiente y oportuna lo siguiente: “Será responsabilidad del directorio de cada entidad adoptar una norma interna que contemple los procedimientos, mecanismos de control y responsabilidades que aseguren dicha divulgación. La norma respectiva, deberá ajustarse a la norma de carácter general que dicte la Superintendencia.”

Allí, se impone a las entidades inscritas en el registro de valores ciertos deberes de información, por un lado, y se definen los conceptos, deberes, prohibiciones y sanciones relativos al uso de información privilegiada, por otro.

2.1. DEBER DE INFORMAR

Hemos sostenido que dada la existencia de asimetrías de información y la necesidad de mitigarlas, dando mayor transparencia y eficiencia al mercado, es relevante que las legislaciones contengan mecanismos de divulgación de información que pongan a los operadores del sistema en la necesidad de hacer pública información que naturalmente no lo sería y que pueda ser capaz de influir en la cotización de los valores.

A ese respecto la legislación chilena ha establecido diversos deberes de información, los que se encuentran regulados en cuanto a su contenido y forma, en la sección II de la Norma de Carácter General N° 30, emitida por la Superintendencia de Valores y Seguros en 1989 y modificada por la Norma de Carácter General N° 210 de 2008.¹⁵⁶

El primero de ellos, impuesto por el artículo 10 de la ley de mercado de valores, es el deber de proporcionar a los accionistas y al público, la misma información que según el artículo 46 de la ley 18.046, deben proporcionar las sociedades anónimas abiertas, lo que principalmente se traduce, de acuerdo al tenor de la Norma de Carácter General N° 30, en el deber de entregar de forma continua y periódica los antecedentes generales, económicos y financieros de las sociedades inscritas en el Registro de Valores¹⁵⁷. Entre estos antecedentes se encuentran los informes y estados financieros trimestrales y anuales, y la memoria anual de la Sociedad.

El segundo deber de informar es el que imponen los artículos 9 y 10 de la Ley 18.045 que obliga a las compañías a divulgar en forma veraz, suficiente y oportuna todo hecho o información esencial respecto de ellas mismas, de sus negocios y de los valores que ofrecen en el momento mismo en que el hecho ocurra o llegue a su conocimiento. Si bien la ley no define que se entiende por hecho o información esencial, establece un patrón de diligencia dado por “lo que un hombre juicioso consideraría importante para sus decisiones de inversión¹⁵⁸”. Además de este patrón de culpa establecido por la ley, la Norma de Carácter General N° 30 regula como deberá entregarse dicha información¹⁵⁹ y otorga algunos ejemplos

¹⁵⁶ Ver el texto refundido vigente de ambas normas en www.svs.cl.

¹⁵⁷ Este deber de informar en forma continua y periódica que entrega la compañía se refleja en el FECUS (Ficha Técnica Codificada Uniforme).

¹⁵⁸ Artículo 9 Ley 18.045 de Mercado de Valores.

¹⁵⁹ Tanto en relación al medio por el cual se debe comunicar la información (Módulo SEIL), como a las menciones que debe tener dicha divulgación, las cuales dependerán de la información de que se trate.

de hechos que pueden revestir el carácter de hechos esenciales, todos los cuales tiene relación con una posible afectación en la situación financiera de la empresa que se podría reflejar en los precios de los valores. Inclusive el último numeral explicita esta relación al establecer una especie de cláusula general¹⁶⁰ al disponer que también puede ser información esencial “cualquier otro hecho que produzca o pueda producir influencia positiva o negativa en la marcha de la empresa, en sus valores o en la oferta de ellos.” De este modo, a partir de un análisis conjunto de la ley 18.045 y la Norma de Carácter General N° 30 es posible extraer ciertos parámetros que permiten determinar cuándo una información es esencial, y por ende debe ser divulgada en la forma prescrita¹⁶¹.

A este deber de informar ciertos hechos calificados de “esenciales” el año 2008 se le agregó uno más. La reforma introducida por la Norma de Carácter General N° 210 dictada por la SVS, además de propender a dar más fluidez a la entrega de información esencial¹⁶², creó la figura de “información de interés”, definida como “toda aquella que sin revestir el carácter de hecho o información esencial sea útil para un adecuado análisis financiero de las entidades, sus valores y las ofertas de éstos”. Así, cada vez que este tipo de información no haya sido divulgada por un medio formal¹⁶³, y se pretenda proporcionarla, directa o indirectamente, a un grupo específico del mercado, deberá también ser difundida al mercado en general al tiempo en que se entrega al grupo específico de que se trate¹⁶⁴.

Luego, existe un cuarto deber de informar que se desprende del artículo 12 de la Ley 18.045. Dicho artículo señala que “las personas que directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas posean el 10% o más del capital suscrito de una sociedad cuyas acciones se encuentran inscritas en el Registro de Valores, o que a causa de una adquisición de acciones lleguen a tener dicho porcentaje, y los directores, liquidadores, ejecutivos principales, gerente general y gerentes cualquiera sea el número de acciones que posean, deberán informar a la SVS y a cada una de las Bolsas en que la sociedad tenga valores registrados para su cotización, de toda adquisición directa o indirecta o enajenación de acciones que efectúen de esa sociedad, dentro de los dos días hábiles bursátiles siguientes al de la transacción o transacciones respectivas”. Este deber si bien no recae en la sociedad emisora, lo que pretende es que ciertas personas que tienen

¹⁶⁰ SALAH, MARÍA AGNES. Op. Cit. (n. 9) p. 45.

¹⁶¹ Salvo que se le dé el carácter de “reservado”, según los requisitos y procedimientos impuestos por la Ley 18.045 y la misma Norma de Carácter General N° 30 de 1989.

¹⁶² Pues, entre otras cosas, permite a la sociedad facultar al gerente general a calificar cuando un hecho es esencial, y a divulgarlo si lo estima como tal, disminuyendo así el riesgo de información privilegiada.

¹⁶³ Se entiende que la entidad entrega la información de que se trate a todo el mercado, en la medida en que la publique en un lugar visible en su página web.

¹⁶⁴ Norma de Carácter General N° 210 de 2008.

una participación relevante o se encuentran ocupando un cargo en la compañía, reporten al mercado las transacciones que efectúen sobre valores de la compañía a la cual pertenecen. La idea es poder detectar más fácilmente si estas personas que se supone tienen acceso a información privilegiada, la han usado antes de que ésta se haga pública.

2.3. CONCEPTO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

Además de imponer estos deberes, cuya finalidad es propender a dar condiciones de oportunidad, equidad y transparencia en la entrega de información relevante para las decisiones de inversión, nuestra legislación define en la misma ley lo que debe entenderse como información privilegiada.

En el capítulo anterior sostuvimos que en nuestra opinión, la regulación de la prohibición de uso de información privilegiada debe tender a proporcionar claridad en las conductas típicas y las sanciones aparejadas, ello no tan sólo como una manera de propender a un sistema de control eficiente sino también como una exigencia derivada de la garantía constitucional del principio de legalidad.

Esa claridad en las conductas típicas involucra por supuesto la claridad en el objeto sobre el cual recae la conducta típica, es decir, acerca de lo que constituye información privilegiada o no.

Pues bien, la ley señala:

“Art. 164. Para los efectos de esta ley, se entiende por información privilegiada cualquier información referida a uno o varios emisores de valores, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos, no divulgada al mercado y cuyo conocimiento, por su naturaleza, sea capaz de influir en la cotización de los valores emitidos, como asimismo, la información reservada a que se refiere el artículo 10 de esta ley.

También se entenderá por información privilegiada, la que se posee sobre decisiones de adquisición, enajenación y aceptación o rechazo de ofertas específicas de un inversionista institucional en el mercado de valores.”

Como se observa y comentaremos más adelante en el análisis de los fallos, la definición legal no contiene una genuina definición acerca de lo que debe entenderse por información de carácter privilegiada sino que, más bien, proporciona las características que debe contener cierta información para ser considerada como privilegiada.

Dada la expresión “cualquier información” podría ser legítimo pensar que cualquier tipo de aserción relativa a hechos y a intenciones o decisiones de terceros puede, cumpliendo los requisitos que le dan el carácter de privilegiada, constituir información legalmente relevante para la aplicación de la prohibición.

La ley, por cierto, no ha definido ni proporcionado criterios para delimitar el alcance de sus requisitos, labor que ha sido más bien desarrollada a nivel jurisprudencial y doctrinal¹⁶⁵.

La doctrina ha propuesto diferentes acepciones para el concepto. Núñez Plaza señala que sería “aquella información que presentando caracteres de relevancia y concreción, no ha sido aún divulgada al mercado, de manera que su conocimiento pertenece a un reducido número de individuos que al acceder a ella, sea por sus funciones o relaciones dentro del mercado de valores, se sitúa en un nivel privilegiado al conocer hechos o antecedentes de importancia por su impacto en el evento que sean divulgados”¹⁶⁶. Para Arturo Prado, la información privilegiada se distingue de la información reservada en que ésta última es información que está destinada a ser publicada, pero su accesibilidad se mira como inconveniente para los intereses de la sociedad, lo que hace aconsejable la espera, mientras que la primera, es información que está destinada a ser publicada, pero su utilización aprovecha exclusivamente a una persona determinada, siendo su nota característica la injusticia inherente que lleva consigo su utilización, lo que quedaría expresado en la máxima acuñada por la jurisprudencia norteamericana de “revelar o abstenerse de negociar”¹⁶⁷. El autor reconoce que si bien es criticable en un sentido estricto, en términos prácticos, la asimilación de ambos conceptos se habría fundado en que se efectuaba en aras de cumplir los objetivos de la ley, pues si bien es cierto no toda información privilegiada es reservada, el concepto de información reservada comprendería los rasgos definitorios de la información privilegiada, y en tal sentido se habría pronunciado expresamente la Superintendencia de Valores y Seguros en Oficio Circular 2506 de 10 de julio de 1985,¹⁶⁸ cuando aún el concepto no estaba definido expresamente¹⁶⁹. De todos modos, hace presente que la extensión que se le daba al originario artículo 13, y las dificultades que su interpretación importaba para efectos de sancionar el uso de información privilegiada, fueron un antecedente importante que influyó en su posterior derogación e incorporación del nuevo título.

¹⁶⁵ Ver más detalles sobre esto *infra* IV.2.3, Tipos y contenido de la información que debe tenerse como privilegiada.

¹⁶⁶ NUÑEZ PLAZA, MARÍA LUISA. La información privilegiada en el mercado de valores. Tesis Universidad Adolfo Ibáñez, 1998, p. 9, citado por PRADO, ARTURO. Op. Cit. (n. 148). p. 239.

¹⁶⁷ *Ibid.*

¹⁶⁸ Disponible en http://www.svs.cl/sitio/mercados/ver_archivo.php?archivo=/web/compendio/ofc/ofc_2506_1987.pdf

¹⁶⁹ En dicha circular la SVS sostuvo que “quien compra o vende valores de oferta pública utilizando información reservada, se encuentra en una posición de privilegio en relación con el resto del mercado, toda vez que esa persona al operar de dicho modo, está haciendo uso de una información, que dada su calidad, debe ser estimada como información privilegiada. Por ello y de conformidad al sentido precedentemente referido, la información reservada es también, en relación al sujeto que la utiliza, información privilegiada. En consecuencia ambos términos pueden ser aplicables a la misma situación”.

Así, el nuevo artículo 164 distingue tres situaciones, que para efectos de la ley 18.045, constituirían información privilegiada:

La primera sería lo que María Agnes Salah califica de “información privilegiada propiamente tal”¹⁷⁰, que es aquella referida a uno o varios emisores de valores, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos, no divulgada al mercado y cuyo conocimiento, por su naturaleza, sea capaz de influir en la cotización de los valores emitidos. En consecuencia, será información privilegiada propiamente tal la que reúna los siguientes requisitos: a) que se refiera a los emisores, valores o negocios de los mismos; b) no divulgada al mercado y 3) de naturaleza tal que pueda influir en el valor de la cotización.

La segunda situación es la información reservada a la que se refiere el artículo 10 de la misma ley, la que también tendrá carácter de privilegiada. Constituyen información de ésta clase, ciertos hechos o antecedentes que se refieran a negociaciones aún pendientes que al conocerse puedan perjudicar el interés social, y que las tres cuartas partes de los directores, o todos los administradores (si no hubiese directorio) califican como tal.¹⁷¹ En este caso, las entidades inscritas igualmente deberán informar a la Superintendencia la existencia del hecho, pero en carácter de reservado, indicando el periodo en que se mantendrá la reserva y actualizando periódicamente el estado de la información¹⁷².

La tercera situación, es la información que se tiene sobre decisiones de adquisición, enajenación y aceptación o rechazo de ofertas específicas de un inversionista institucional en el mercado de valores. Esta última hipótesis es un tanto distinta a las dos anteriores, pues hace referencia más bien a los posibles conflictos de intereses que se pueden producir entre alguien que administra a la vez recursos propios y ajenos, tratando de prevenir situaciones que puedan generar un riesgo cierto de usar de información privilegiada¹⁷³.

2.4. DEBERES Y PROHIBICIONES

Luego de definir lo que constituye información privilegiada, el artículo 165 de la ley 18.045, establece ciertos deberes y prohibiciones para cualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación tenga acceso a información de este tipo.

¹⁷⁰ SALAH, MARÍA AGNES Op. Cit. (n. 9) p. 30-39.

¹⁷¹ Según SALAH, MARÍA AGNES, no hubiese sido necesario establecer de forma expresa que la información reservada constituye un tipo de información privilegiada, pues de sus elementos se extrae que estaría dentro de la definición de información privilegiada propiamente tal, salvo en el caso excepcional en que no se refiera a emisores, valores, o negocios de los mismos. SALAH, MARÍA AGNES Op. Cit. (n. 9) p. 36-37.

¹⁷² Esta actualización periódica de la información es una innovación introducida por la norma de carácter general 210.

¹⁷³ Su función se asimila, en este sentido, a la función preventiva de la sección 16(b) de la *Securities Exchange Act* de 1934.

El citado artículo dispone:

“Artículo 165. Cualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación con el respectivo emisor de valores o con las personas señaladas en el artículo siguiente, posea información privilegiada, deberá guardar reserva y no podrá utilizarla en beneficio propio o ajeno, ni adquirir o enajenar, para sí o para terceros, directamente o a través de otras personas los valores sobre los cuales posea información privilegiada.

Asimismo, se les prohíbe valerse de la información privilegiada para obtener beneficios o evitar pérdidas, mediante cualquier tipo de operación con los valores a que ella se refiera o con instrumentos cuya rentabilidad esté determinada por esos valores. Igualmente, se abstendrán de comunicar dicha información a terceros o de recomendar la adquisición o enajenación de los valores citados, velando para que esto tampoco ocurra a través de subordinados o terceros de su confianza.

No obstante lo dispuesto precedentemente, los intermediarios de valores que posean la información privilegiada a que se refiere el artículo anterior, podrán hacer operaciones respecto de los valores a que ella se refiere, por cuenta de terceros, no relacionados a ellos, siempre que la orden y las condiciones específicas de la operación provenga del cliente, sin asesoría ni recomendación del intermediario, y la operación se ajuste a su norma interna, establecida de conformidad al artículo 33.

Para los efectos del inciso segundo de este artículo, las transacciones se entenderán realizadas en la fecha en que se efectúe la adquisición o enajenación, con independencia de la fecha en que se registren en el emisor.”

Hemos sostenido en párrafos anteriores que consideramos necesario, como un predicamento del principio de legalidad, que las conductas prohibidas deben estar claramente descritas en el tipo y contener con la misma claridad los requisitos específicos que distinguen los diversos supuestos prohibitivos.

Pues bien, es del caso señalar que la disposición transcrita anteriormente si bien es cierto constituye un avance en relación a la disposición original, plantea una serie de cuestionamientos para efectos de su interpretación y extensión. Por un lado plantea la cuestión acerca de quiénes son los destinatarios de la misma, y por otro, cuál es el objeto o contenido específico de los deberes y prohibiciones que impone.

En cuanto a los destinatarios, el debate se centra en si ha de seguirse un criterio subjetivista, que exige cierto nivel de conexión fiduciaria (deber de lealtad o fidelidad) con la empresa emisora de los títulos o valores¹⁷⁴, o por el contrario, los

¹⁷⁴ Esta tendencia es la que se siguió en un inicio por la jurisprudencia y doctrina norteamericana, al exigir para imponer el deber de divulgar o abstenerse de usar, ya no la mera infracción del

destinatarios de los deberes y prohibiciones son cualquier persona, importando para estos efectos el carácter o contenido de la información sobre la cual se efectúan las operaciones, pues más allá de la relación que se tenga con el emisor, lo reprochable es su aprovechamiento.

Esta última postura es la que ha dominado en gran parte de Europa, y en nuestro país. En que parte de la doctrina se inclina por admitir que no se requiere de una calidad especial para ser destinatario de los deberes impuestos por el artículo 165¹⁷⁵.

Así también lo ha entendido la Superintendencia de Valores y Seguros, pese a que como se verá, sólo sancione minoritariamente a sujetos externos a la cúpula directiva.

De esta manera, cada vez que alguien tenga acceso a información privilegiada en los términos antes descritos tendrá que cumplir con tres deberes:

- 1° deber de guardar estricta reserva,
- 2° deber de abstención de usarla en beneficio propio o ajeno,
- 3° deber de abstención de adquirir para sí o para terceros, directa o indirectamente los valores sobre los cuales posea información privilegiada¹⁷⁶.

Además de estos deberes, los incisos segundo y tercero¹⁷⁷, prohíben:

acceso igualitario a la información (Caso Cady, Roberts & Co. y SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.) sino que la infracción a un “deber de fidelidad” entre las partes, dado por la posición que ocupa el sujeto en la empresa (Chiarella v. United States) o por la relación de confianza que habría al entregarle la información y que generaría ciertos deberes (Dirks v. SEC) los que el sujeto también podría adquirir por las funciones que realizan en o para la empresa, como la de abogados, contadores y profesionales afines, a quienes la doctrina denominó “fiduciarios constructivos” (SEC v. Lund). SALAH, MARÍA AGNES. Op. Cit. (n. 9) p. 95-104. Criterio que en todo caso a partir de la teoría de la apropiación –que pone el acento en el fraude en la fuente más que en un deber de lealtad para con la empresa– se extendería a hipótesis no contempladas por las teorías anteriores, pero siempre poniendo el acento en los sujetos más que en el tipo de información. ALCALDE, ENRIQUE. Op. Cit. (n. 3) p. 13.

¹⁷⁵ Sin perjuicio de ello, hay autores que entienden que aunque no se exija tener una “calidad especial”, si se debe poseer una relación con la fuente de dicha información, “una vinculación directa, debido al ejercicio de su trabajo, profesión o funciones”. PRADO, ARTURO. Op. Cit. (n. 148) p. 262.

¹⁷⁶ Artículo 165 inciso primero: “Cualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación tenga acceso a información privilegiada, deberá guardar estricta reserva y no podrá utilizarla en beneficio propio o ajeno, ni adquirir para sí o para terceros, directa o indirectamente, los valores sobre los cuales posea información privilegiada.

¹⁷⁷ “Asimismo, se les prohíbe valerse de la información privilegiada para obtener beneficios o evitar pérdidas, mediante cualquier tipo de operación con los valores a que ella se refiera o con instrumentos cuya rentabilidad esté determinada por esos valores. Igualmente, se abstendrán de comunicar dicha información a terceros o de recomendar la adquisición o enajenación de los valores citados, velando para que esto tampoco ocurra a través de subordinados o terceros de su confianza.

No obstante lo dispuesto precedentemente, los intermediarios de valores que tengan la infor-

- 1° valerse de la información privilegiada para obtener beneficios o evitar pérdidas, 2° comunicar dicha información a terceros (*tipping*)
- 3° recomendar la adquisición o la enajenación de los valores citados (*tuyautage*), velando para que esto no ocurra a través de subordinados o terceros de su confianza.

En cuanto al acceso a la información, la ley en su artículo 166 presume que ciertas personas tienen acceso a información privilegiada. Por lo tanto, por el solo hecho de estar en esos supuestos que el artículo enumera, inmediatamente se imponen los deberes y prohibiciones antes descritos. Hay que aclarar que lo que la norma presume no es el ‘uso’ de la información, sino el ‘acceso’ a ella. Dentro de los sujetos que se encuentran en este supuesto están: los directores, gerentes y administradores del emisor; los directores, gerentes y administradores de la sociedad matriz o coligante controladora de la emisora, y en general, todas las personas que se encuentran en una relación fiduciaria o de confianza con la compañía de que se trata¹⁷⁸.

2.5. SANCIONES

En cuanto a las sanciones contempladas por nuestra legislación cabe decir que la infracción a alguno de estos deberes tiene asociado tres clases de sanciones: sanción civil, penal y administrativa.

2.5.1 Sanción Civil

En primer lugar, según el artículo 172 toda persona perjudicada tendrá derecho a demandar indemnización de perjuicios en contra de los infractores. Esta acción prescribirá en cuatro años contados a partir de la fecha en que la información privilegiada haya sido divulgada al mercado y al público inversionista¹⁷⁹. En caso de no haber perjudicados legitimados para reclamar indemnización, toda utilidad o beneficio obtenido, deberá ser entregada a beneficio fiscal.

mación privilegiada a que se refiere el artículo anterior, podrán hacer operaciones respecto de los valores a que ella se refiere, por cuenta de terceros no relacionados a ellos, siempre que la orden y las condiciones específicas de la operación provengan del cliente, sin asesoría ni recomendación del corredor.”

¹⁷⁸ Alcalde sostiene en su texto como fundamento para afirmar que en Chile se sigue un “criterio subjetivista” que exige cierto vínculo con la sociedad, que el artículo 166 alude en todos sus supuestos a una relación fiduciaria o de confianza con la compañía de que se trata, conclusión de la que discrepamos de acuerdo a lo que en el capítulo dedicado al análisis de los fallos de la SVS se explicará. ALCALDE, ENRIQUE. Op. Cit (n. 3) p. 13.

¹⁷⁹ Este plazo de prescripción fue aumentado a través de la ley 20.190 publicada el 5 de junio de 2007, que modificó el artículo 172 de la ley 18.045. Antes de esta modificación, la acción de indemnización de perjuicios prescribía en un año.

2.5.2 Sanción Penal

En segundo lugar, la ley de mercado de valores contempla sanciones penales para algunos casos específicos de uso de información privilegiada. En efecto, en su artículo 59 y 60 contempla en total 7 delitos asociados al uso de información privilegiada.

El artículo 59 dispone que:

- e) Las personas que infrinjan las prohibiciones consignadas en los artículos 52, 53, inciso primero del artículo 85 y letras a), d), e) y h) del artículo 162 de esta ley.

El artículo 60 dispone que sufrirán las penas de presidio menor en cualquiera de sus grados:

- e) Las personas a que se refiere el artículo 166¹⁸⁰ que al efectuar transacciones u operaciones de valores de oferta pública, de cualquier naturaleza en el mercado y de valores o en negociaciones privadas, para sí o para terceros, directa o indirectamente, usaren deliberadamente información privilegiada;
- g) El que valiéndose de información privilegiada ejecute un acto, por sí o por intermedio de otras personas, con objeto de obtener un beneficio pecuniario o evitar una pérdida, tanto para sí como para terceros, mediante cualquier tipo de operaciones o transacciones con valores de oferta pública;
- h) El que revele información privilegiada, con objeto de obtener un beneficio pecuniario o evitar una pérdida, tanto para sí como para terceros, en operaciones o transacciones con valores de oferta pública;

En general, los tipos penales por uso de información privilegiada se pueden agrupar en dos clases según el comportamiento que sancionen (i) tipos de revelación y (ii) tipos de aprovechamiento. A su vez, según el círculo de posibles autores, pueden clasificarse en tipos penales comunes o especiales, según exijan o no poseer una calidad especial. v.gr. ser de las personas a que se refiere el artículo 166.

Sin perjuicio de que esta memoria no se va a centrar en el aspecto penal del uso de información privilegiada, es menester dar cuenta de una especie de inconsistencia entre los diversos supuestos sancionados penalmente. Sucede que los tipos penales cuyos destinatarios son personas que revisten una calidad especial (delitos especiales) contienen un tipo objetivo mucho más amplio que los tipos penales comunes aplicables a toda persona. Dicho de otro modo, en aquellos supuestos típicos en que se sanciona a cierto tipo de autores, el catálogo de comportamientos típicos es más amplio que el de los supuestos a sancionar en aquellos tipos comunes que no exigen tal calidad¹⁸¹.

¹⁸⁰ Aquellos que por su posición, se presume que tienen acceso a información privilegiada.

¹⁸¹ HERNANDEZ, HÉCTOR. Perspectiva del derecho penal económico en Chile. Revista Persona y Sociedad. Vol. XIX, n. 1. 2005. p. 128-130

2.5.3 Sanción Administrativa

En tercer y último lugar, a los infractores les serán aplicables las sanciones administrativas que, según el caso, correspondan. El contenido y forma de éstas se encuentra regulado en el DL 3538, en su título III que trata de “los apremios y sanciones”. Entre éstos se encuentra la censura, multa, revocación de autorización de existencia de la sociedad (si es que procede), suspensión del cargo, y otros.

El texto originario del Decreto Ley 3.538, vigente a partir de diciembre de 1980, dispuso mediante sus artículos 27 y 28 que las sociedades anónimas y las personas o entidades diversas de las organizadas como sociedades anónimas, pero sujetas a la fiscalización o supervisión de la Superintendencia, que incurrieren en infracciones a las leyes, reglamentos, estatutos y demás normas que las rigieran, o en incumplimiento de las instrucciones y órdenes que les impartiera la SVS, podrían ser objeto de la aplicación por ésta, sin perjuicio de las establecidas específicamente en otros cuerpos legales o reglamentarios, de una o más sanciones de censura, multa a beneficio fiscal o revocación de la autorización de existencia de la sociedad.

La sanción de multa se fijó en un monto global por entidad o persona equivalente a 1.000 unidades de fomento y para el caso de tratarse de infracciones reiteradas de la misma naturaleza, podría aplicarse una multa de hasta cinco veces el monto máximo antes expresado. La multa y la censura, podrían ser aplicadas a la sociedad, directores, gerentes, dependientes o inspectores de cuentas o liquidadores, según lo determinara la Superintendencia.

Ahora bien, el artículo 142 número 9) de la ley 18.046 sobre Sociedades Anónimas, ley que modificó algunos pasajes del artículo 29 del DL 3538, estableció que sin perjuicio de lo dispuesto por los artículos 27 y 28, la SVS al aplicar una multa podría a su elección fijar el monto de acuerdo a los límites en ellos establecidos o hasta en un 30% del valor de la emisión u operación irregular.

Relacionado con las sanciones administrativas, el original artículo 13 de la Ley 18045, sujetó a los infractores de dicho deber a una “obligación de reintegro” a la caja social de toda utilidad que hubieran obtenido a través de la transacción de valores de la sociedad. Esto fue luego modificado por la reforma del año 1994 a la Ley de Mercado de Valores, cambiando el beneficiario del reintegro, de modo tal que dejó de ser la sociedad involucrada para pasar a serlo directamente el Fisco cuando no hubiere otro perjudicado.

Posteriormente, con ocasión de la dictación de la Ley 19.705 sobre oferta pública de adquisición de acciones y gobiernos corporativos, del año 2000, cambió cuantitativamente el régimen de sanciones de las infracciones de leyes sobre Mercado de Valores, aumentando el límite máximo de la multa a beneficio fiscal global por entidad o persona, de UF 1.000 a UF 15.000, manteniendo en todo

caso la posibilidad de aplicar hasta cinco veces el máximo de la multa para casos de reiteración de infracciones de la misma naturaleza.

La ley 19.705 incorporó, además, un aspecto interesante al establecer criterios legales para la determinación de la multa, explicitando que ésta se determinaría apreciando fundadamente la gravedad y las consecuencias del hecho, la capacidad económica del infractor y si éste hubiere cometido otras infracciones de cualquier naturaleza en los últimos 24 meses.

La aplicación de estas normas por la SVS será examinada en detalle en el capítulo V siguiente, sobre análisis de los casos.

Por ahora es posible concluir que a nivel normativo, de todos los objetivos descritos en el capítulo anterior, hay algunos que se cumplen de mejor manera que otros.

Los mecanismos de divulgación de información propenden a que la mayor cantidad de información existente esté disponible en el mercado oportunamente, esto es, apenas la información es producida, salvo excepciones, las que en cualquier caso se encuentran reguladas y son de todas maneras informadas a la SVS, estableciendo además un elevado estándar de calidad de la información que se debe entregar tanto al mercado como a la entidad fiscalizadora.

En cuanto a la claridad de las conductas típicas (deberes y prohibiciones), la regulación actual satisface en gran medida este requisito. La normativa al respecto contiene tanto definiciones, como un catálogo de conductas prohibidas, presunciones y regula incluso a nivel temporal hasta cuándo se extienden los deberes que impone. Sin embargo, subsisten aún ciertas dudas en ciertos ámbitos, como es la extensión de los destinatarios sobre los cuales pesan los deberes, y los requisitos que configuran y distinguen unas hipótesis infraccionales de otras.

Con todo, creemos que una adecuada labor interpretativa debiese llevar a despejar estas dudas, sin necesidad de una reforma legislativa, la que en cualquier caso por seguridad jurídica es siempre deseable.

El régimen de sanciones administrativas para los casos de uso de información privilegiada no contempla una normativa especial, quedando regulado por la legislación general del mercado de valores. En ese sentido, se genera una dualidad tanto para la determinación del sujeto destinatario de la sanción de multa como para la determinación del monto de ella. En el primer caso, podrá ser interpuesta contra la sociedad o la(s) persona(s) natural(es) involucradas. En el segundo caso, podrá determinarse de acuerdo a los límites establecidos en los artículos 27 y 28 del DL 3538 o hasta en un 30% del valor de la emisión u operación irregular.

Estas normas, sin perjuicio de explicitar los destinatarios de las sanciones y de establecer límites dentro de los cuales se puede fijar por la SVS el monto de las multas, no explicitan criterios claros y concretos para la determinación específica de su destinatario y quantum.

Esta doble dualidad naturalmente no contribuye a dar claridad y previsibilidad a la aplicación de la normativa.

Adicionalmente, la prescindencia del beneficio o utilidad obtenida como factor relevante en la determinación de la sanción, puede tender a una aplicación ineficiente del régimen sanciones. De hecho, en el caso de ser éstas menores que los beneficios reportados por las infracciones, se desvirtúa el efecto disuasivo de las sanciones, dándole sentido económico a infringir la normativa. Veremos que ha sido la SVS quien ha esporádicamente ha incorporado este factor como criterio relevante para la determinación de la sanción.

Tal vez las normas sobre sanción no han ido al ritmo de las modificaciones y la extensión que sí ha habido en relación al círculo de sujetos destinatarios de la prohibición y a los diversos tipos infraccionales. En ese sentido, tal vez la normativa general sobre sanciones al Mercado de Valores no es suficiente para cubrir la especificidad de la regulación sobre uso de información privilegiada. Más adelante veremos si la SVS ha tenido inconvenientes en la aplicación de esta normativa.

CAPÍTULO V

SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS. CONTROL ADMINISTRATIVO DEL USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA. ANÁLISIS DE CASOS

1. CONSIDERACIONES SOBRE EL ROL, MISIÓN Y FACULTADES DE LA SVS

La Superintendencia de Valores y Seguros es una entidad autónoma con personalidad jurídica y patrimonio propio encargada entre otras cosas de la superior fiscalización de las entidades que participan en el mercado de valores y de velar porque las personas o instituciones fiscalizadas cumplan con las leyes, reglamentos, estatutos y otras disposiciones que las rijan.

Para llevar a cabo su misión la SVS posee facultades normativas relativas a la interpretación de materias de su competencia, dictación de normas e instrucciones propias para el mercado, resolución de solicitudes y consultas, entre otras.

En lo que respecta al presente estudio, posee facultades supervisoras y sancionadoras que le permiten examinar todas las operaciones, bienes, libros, cuentas, archivos y documentos de los sujetos o actividades fiscalizados, y requerir de ellos los antecedentes que juzgue necesarios para su información, inspeccionar a las entidades fiscalizadas, citar a declarar a determinadas personas, incluso a sujetos no fiscalizados, pero que hayan participado en hechos que la SVS se encuentre fiscalizando de acuerdo a sus atribuciones.

En general las facultades se resumen en las de recopilar antecedentes y disponer la declaración de determinados sujetos, careciendo, sin embargo, de mayores

facultades investigativas¹⁸² para efectos de determinar la existencia de infracciones a la ley de mercado de valores.

En nuestra opinión, el otorgamiento de mayores facultades o atribuciones investigativas debe ir, en cualquier caso, aparejado a debidos controles o contrapesos, explicitando legalmente las garantías procesales de los regulados y, eventualmente, realizar reestructuraciones orgánicas en las que se separe las funciones investigativas de aquellas sancionatorias.

Esta carencia de mayores facultades investigativas tiene especial repercusión en el tipo de conductas que debe vigilar para poder detectar oportunamente supuestos de uso de información privilegiada, pues por el modo en que éstas se efectúan, la posibilidad real de detección requiere un nivel de monitoreo y de control muy acucioso.

Por lo mismo, en principio es posible afirmar que las facultades que posee nuestro órgano supervisor son adecuadas a nivel preventivo, pero quizás insuficientes a efectos de efectuar un control ex post más exhaustivo, y al mismo tiempo cumplir con un estándar de prueba afín con el tipo de conductas a sancionar. Pareciera ser que la capacidad de detectar las conductas prohibidas en lo que respecta al uso de información privilegiada requiere facultades distintas a la mera recopilación de antecedentes. Si bien es cierto es posible construir vía presunciones la responsabilidad de algunos sujetos, como veremos luego que hace la SVS en ciertos casos complejos, no todos los casos presentan un conjunto de hechos que de manera concluyente den cuenta de la existencia de algunas de las hipótesis de casos sancionados por la ley. Una opción para hacer frente al problema sería entregar facultades intrusivas a la SVS, la otra, alterar de alguna manera la carga de la prueba estableciendo presunciones, o criterios que delimiten la mera posesión del uso, como hizo EE.UU al establecer el estándar de “mera consciencia” para dar por acreditado el uso, a la vez que establecía una serie de defensas positivas que eximían de responsabilidad¹⁸³.

¹⁸² Con esto nos referimos a prerrogativas o facultades del organismo para llevar a cabo diligencias de prueba, como por ejemplo la entrada y registro a recintos públicos y privados, interceptación de comunicaciones, incautación de cualquier medio de acreditación de la infracción, y la obtención de copias y registros de comunicaciones transmitidas o recibidas por empresas de telecomunicaciones. Éstas son facultades que tiene, por ejemplo, la Fiscalía Nacional Económica desde la entrada en vigencia de la ley N° 20.361 de 2009. Desde luego, en nuestra opinión, mayores facultades o atribuciones investigativas deben ir aparejadas de debidos controles, explicitando legalmente las garantías procesales de los regulados o estructurando, y eventualmente reestructuraciones orgánicas en las que se separe las funciones investigativas de aquellas sancionatorias.

¹⁸³ Ver *supra*, capítulo II.1.2. sobre regulación y sanción.

2. ANÁLISIS DE CASOS

En el ejercicio de sus facultades investigativas y sancionadoras, en lo que respecta al uso de información privilegiada, es posible decir que la cantidad de casos cuya investigación ha derivado en una o más sentencias condenatorias es relativamente bajo, considerando especialmente el tamaño del mercado valores chileno, su relevancia y la larga data de la prohibición. En efecto, durante el período que media entre la entrada en vigencia de la Ley de Mercado de Valores en el año 1981 a enero de 2012 el total de casos sancionados es de 24¹⁸⁴. El gráfico que sigue refleja la cantidad de casos en el período de tiempo referido:

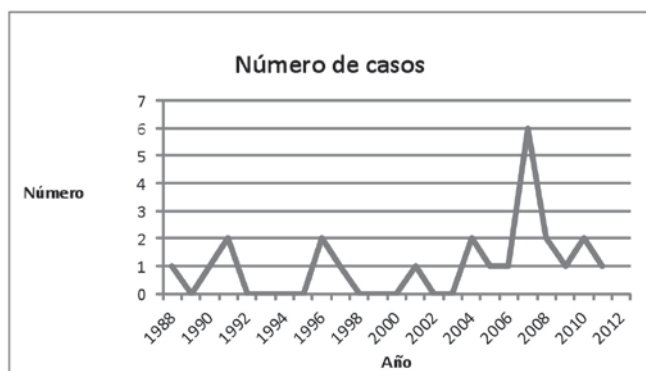


Gráfico N° 1

A partir de esos 24 casos, la SVS ha sancionado a 55 personas mediante la dictación de 42 sentencias condenatorias, concentrándose la mayoría de ellos en el período que va entre del año 2004 y el año 2008. Los siguientes cuadros reflejan el número de personas sancionadas y el número de sentencias condenatorias dictadas dentro del tiempo referido en el párrafo anterior:

¹⁸⁴ Hemos diferenciado entre número de casos sancionados y número de sanciones cursadas, para graficar de mejor manera que el promedio de las veces que la SVS ha investigado y arribado a sanción es inferior a los 2 casos por año, llegando a un máximo de 6 en el año 2007, todos relativos a transacciones con conocimiento de los estados financieros de las empresas.



Gráfico N° 2

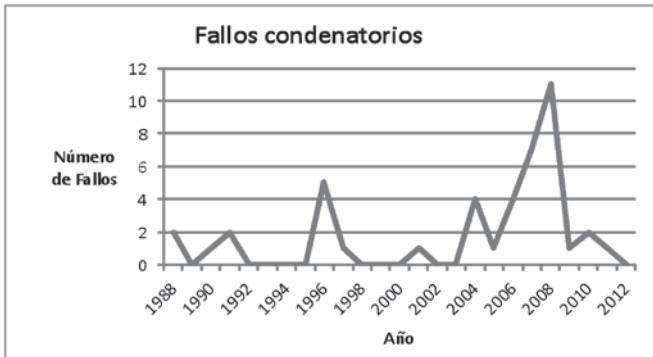


Gráfico N° 3

Como cuestión preliminar, podemos observar que del total de sentencias condenatorias sólo las cinco primeras sanciones se dictaron bajo la regulación original, aplicando el artículo 13, y ninguno de ellos, como veremos, contiene un razonamiento acabado sobre los hechos materia de investigación. Recién a partir del fallo dictado mediante Resolución Exenta 335 de 4 de mayo de 2005 la SVS desarrolló de manera más completa los fundamentos de sus decisiones.

En lo sucesivo analizaremos los aspectos centrales de los fallos condenatorios dictados por la SVS, dividiendo esta exposición en cuatro grandes temas que nos parecen centrales a la hora de analizar el cumplimiento de los objetivos planteados en el capítulo tercero. En primer lugar analizaremos la clase de sujetos sancionados por la SVS, para luego abordar el tipo de conducta perseguida por el mismo órgano y, a continuación, la calidad o tipo de información que se ha considerado por la SVS como privilegiada. Finalizaremos con un análisis de las sanciones concretas aplicadas como correlato a la verificación de una infracción a la prohibición.

2.1 SUJETOS SANCIONADOS

La mayoría de los casos sancionados por uso de información privilegiada antes o después de la reforma del año 1994, corresponden a casos en que se sancionó a sujetos que “en razón de su cargo” estaban en posesión de determinada información a la cual se le atribuye el carácter de privilegiada.

En otras palabras, se sancionó básicamente a los “iniciados primarios”, es decir, aquellos que en razón de su cargo, posición, actividad o relación tuvieron acceso a información privilegiada.

Dentro de esta categoría se encuentran, por un lado, los directores de las empresas y aquellos que componen sus órganos directivos, lo que les permite tener un acceso directo a la información, denominados iniciados primarios internos o institucionales, y por otro lado, aquellos sujetos que sin ser de la cúpula directiva tienen acceso a ella en virtud de su trabajo, profesión o funciones, denominados iniciados internos o externos no institucionales.

En efecto, en una primera etapa es posible decir que se sancionó mayoritariamente a los denominados iniciados primarios o “institucionales”. Entre los años 1988 a 1994 se sancionó exclusivamente a los siguientes sujetos:

- Aquellos que “en razón de su posición” tuvieron acceso a la información, sin especificar exactamente qué cargo ocupaban, pero dando a entender que se trataba de cargos directivos.
- Gerentes generales y directores.

En una segunda etapa, esto es, luego de la reforma de la ley 19.301 del año 1994, se incrementa las sanciones a los denominados iniciados primarios, sean internos o externos, “no institucionales”. De hecho, recién mediante resoluciones exentas números 157 y 158, ambas de 5 de julio de 1996, se sancionó a asesores de confianza contratados a la época de los hechos por la empresa emisora de la información. En esta etapa, se sanciona también por primera vez a una persona jurídica. Esta sanción recayó sobre la filial de aquella que realizaría la operación no informada aún al mercado (ELESUR S.A. filial de ENDESA S.A., en el denominado “Caso Chispas”) quien estaba en conocimiento de un acuerdo de alianza estratégica que aún no se hacía público.

Sin embargo, pese a estos dos casos, la regla general es que se siguió sancionando a ejecutivos principales, básicamente gerentes y directores.

La Resolución Exenta Número 432 de 22 de septiembre de 2004 es la primera que efectúa un análisis más extenso en cuanto a la relevancia de la calidad de los sujetos sobre los que pesan los deberes impuestos por el artículo 165 de la ley 18.045. En ella se sanciona a un Subgerente (de EuroAmérica Compañía de Seguros de Vida S.A.) por efectuar diversas transacciones (compras y ventas) con acciones de varias empresas en posesión de información privilegiada consistentes

en decisiones de inversión que efectuaría la compañía. Allí la SVS estableció que estaban en posesión de información de ese tipo aquellos sujetos que en virtud del cargo (subgerente de inversiones en este caso) tienen no sólo acceso a determinada información sobre decisiones de inversión, sino que además cierta autonomía y poder de decisión y posterior ejecución. Esto además hace aplicable la presunción de acceso a la información de la letra c) del inciso 3° del artículo 166, relativa a los dependientes que trabajen bajo la dirección o supervisión directa de los directores, gerentes, administradores o liquidadores del emisor o inversionista institucional¹⁸⁵.

El mismo razonamiento se efectúa en Resolución Exenta Número 433 de misma fecha, en que se sanciona al Jefe de Mesa de Dinero de la Compañía de Seguros de Vida la Construcción S.A., cuya función era administrar la cartera de inversiones, por lo que tenía acceso a todas las decisiones de inversión de la compañía¹⁸⁶.

El “caso Schwager” representa también un hito en este aspecto. Acá se sancionó tanto a la empresa como a Directores y al Gerente General por infracción al artículo 165 de la ley. La resolución Exenta Número 253 de 9 de junio de 2006 por segunda vez impuso una sanción a una persona jurídica, consistente en una multa de 4.000 UF a la empresa Schwager S.A., señalando que “tratándose de una información no difundida al mercado, la compañía debía abstenerse de realizar cualquier operación capaz de irrogarle beneficios o evitarle pérdidas respecto de los valores afectados por el privilegio de dicha información”¹⁸⁷. En este caso las operaciones realizadas consistieron en una serie de ventas de acciones de la compañía, estando en conocimiento del término de un convenio entre ésta y ENAP, que había sido informado como hecho esencial con anterioridad y había provocado un aumento en el valor de las acciones, las que luego experimentaron un descenso considerable una vez que la noticia fue conocida por el mercado, tres meses después de la venta.

Por los mismos hechos, la SVS sancionó mediante resoluciones exentas números 247, 248 y 249 al ex Presidente de la compañía y Gerente General, y a dos Directores, respecto de quienes aplicó la presunción de la letra a) del artículo 166 para fundar la posesión de la información frente al argumento de desconocimiento del término del acuerdo, estimando que debido a su calidad y a los derechos que poseían por sus cargos, tenían las facultades para requerir dicha información al gerente, resultando además poco creíble que no tuvieran conocimiento de la operación en cuestión, dada su envergadura.

En el Caso Lan (resoluciones exentas números 306 y 307 de 6 de julio de 2007), también se sancionó a sus Directores, los Señores Piñera y Cueto, quienes

¹⁸⁵ Considerandos N° 8 y 11 de la resolución Exenta Número 432, de 22 de septiembre de 2004.

¹⁸⁶ Considerando N° 8 de la Resolución Exenta Número 433, de 22 de septiembre de 2004.

¹⁸⁷ Considerando N° 12 de la Resolución Exenta Número 253, de 9 de junio de 2006.

habrían estado además presentes en la Sesión de Directorio donde se habrían aprobado los Estados Financieros a diciembre de 2006, por lo que en este caso no fue necesario aplicar la presunción de acceso a la información.

Un año más tarde, la SVS con fecha 15 de julio de 2008 impuso una serie de sanciones¹⁸⁸ a distintos sujetos que en razón de su “relación”, sin detentar cargo alguno, tuvieron acceso al posible acuerdo de fusión entre dos conglomerados económicos cuando éste aún no era público. Se trata del Caso D&S-Falabella, cuya principal novedad es que sancionó por primera vez a un iniciado secundario (*tippee*), quien era cónyuge de la asesora comunicacional externa de D&S, por “uso” de información privilegiada.

De un total de 8 sanciones, la primera se impuso a la asesora comunicacional externa de D&S, quien fue condenada en sede administrativa al pago de una multa de UF100 por haber infringido el deber de reserva y haber comunicado la información a su cónyuge (*tipper*), quien habría comprado acciones de la compañía antes de que el acuerdo fuera siquiera informado a la SVS como hecho esencial. Luego, sancionó al cónyuge por haber usado dicha información. En ambas resoluciones la SVS dio por acreditado el acceso a la información en base a una serie de hechos probados de la causa “armónicos y concordantes” que en conjunto hicieron factible presumir “de manera grave y precisa” que el cónyuge había hecho uso de información privilegiada acerca de las negociaciones entre D&S y Falabella, que le habría proporcionado su cónyuge.

Una situación similar se sancionó a través de las resoluciones exentas números 431 y 432 de fecha 15 de julio de 2008 respecto de una de las accionistas controladoras de Falabella y su conviviente quien habría comprado acciones D&S para sí y para dos sociedades de propiedad de ella. En este caso la SVS estimó que siendo ésta accionista y Directora de Falabella habría tenido acceso a la información, lo cual constaba en el proceso en virtud de sus propias declaraciones, en donde reconocía que su hija (quien actuaba en su representación en las Sesiones de Directorio) se oponía al acuerdo, lo que a juicio de la entidad controladora constituiría un hecho “categórico en cuanto a que sí le comentó del asunto y sabía del mismo”¹⁸⁹. Declaración acorde con otras efectuadas por otros testigos con quienes estaría conteste en cuanto al punto. Por lo que la resolución concluyó que “así las cosas, aún cuando la Sra. Solari no ejercía cargos en Falabella ni participó directamente en las negociaciones, de los antecedentes antes dichos, no impugnados por la defensa, es claro que ella supo, al menos de la existencia de las negociaciones para el Acuerdo antes de las órdenes de compra de acciones D&S (...) encontrándose de ese modo en una situación de asimetría de información

¹⁸⁸ Resoluciones Exentas números 429, 430, 431, 432, 433, 434, 435 y 436, todas de fecha 15 de julio de 2008.

¹⁸⁹ Considerando N° 10 de la Resolución Exenta número 431, de 15 de julio de 2008.

respecto del mercado (...)”¹⁹⁰. Al igual que en el caso anterior, la SVS acá estimó que una apreciación lógica y en conciencia de los hechos acreditados en la causa llevaban a presumir de manera grave y precisa que ambos eran autores de las infracciones que se les imputaban (deber de reserva y uso respectivamente).

Pero es quizás en la Resolución Exenta número 433 de 15 de julio de 2008 donde se produce la mayor innovación en términos de la extensión del artículo 165 respecto de los sujetos sobre los cuales pesan los deberes y prohibiciones en comento. Luego de efectuar un análisis detallado de los hechos, la SVS sanciona al Sr. Irarrázaval quien por motivos familiares, sociales y laborales se encontraba vinculado a uno de los directores de D&S y gestor clave del acuerdo (Sr. Hans Eben Oyanedel). A partir de ello, la SVS presume que éste tuvo acceso a la referida información antes de que ésta se hiciera pública, y que además de estar en posesión de la misma la habría usado, argumentando al respecto lo siguiente: “así las cosas, se dan en la especie una serie de hechos armónicos y concordantes entre sí, a partir de los cuales es factible presumir, de manera grave y precisa, que el Sr. Irarrázaval hizo uso de información privilegiada acerca de las negociaciones entre D&S y Falabella que le transmitió el Sr. Hans Eben Oyanedel, resultando todo como una inferencia lógica y coherente fundada en hechos ciertos y probados.”¹⁹¹ Los hechos a que se refiere son básicamente, por un lado, la existencia de una relación familiar, comercial, social y profesional entre el gestor clave del acuerdo (Sr. Hans Eben) y el Sr. Irarrázaval, junto con los demás directores y ejecutivos de empresas Tucapel, en donde Irarrázaval era Gerente General, y por otro, el volumen de los montos invertidos y concentración de las compras efectuadas (todos en D&S) que develaba un comportamiento anormal, explicable sólo en virtud de la posesión de información en torno a las negociaciones del acuerdo de fusión.

En base a los mismos hechos en Resolución Exenta Número 434 sanciona a uno de los directores de Empresas Tucapel (Sr. Eben Aresti) quien habría comprado acciones D&S a nombre de su cónyuge. Agregando en este caso que el acceso a la información se tendría por acreditado además de lo ya señalado en el párrafo anterior, en base al hecho de no haber asistido el también director Sr. Eben Oyanedel a la Sesión de Directorio de Empresas Tucapel, convocada en la época de las negociaciones, excusándose de acudir (aun cuando se trataría un tema de gran relevancia para la compañía) precisamente por el tema D&S, cuestión que se presume fue informada a los demás directores para justificar la inasistencia. Lo mismo aplicó como razonamiento en el caso de otro director, Sr. Aresti López, quien habría comprado acciones D&S a través de 3 sociedades en que es socio mayoritario y representante legal.

¹⁹⁰ *Ibíd.*

¹⁹¹ Considerando N° 14 de la Resolución Exenta número 433, de 15 de julio de 2008.

Finalmente, sancionó al Sr. Eben Oyanel por haber comunicado la información privilegiada a los Señores Irarrázaval, Aresti, y Eben, a la que habría tenido acceso directo en razón de su actividad profesional al haber sido parte de las negociaciones. Concluye la resolución que “este cúmulo de antecedentes objetivos y acreditados que dan cuenta de una conducta atípica de diversas personas, sólo resulta explicable en razón de la información que poseía y les transmitió el Sr. Eben Oyanel”¹⁹².

La importancia de este conjunto de sanciones, como ya se anunció, es que extendió el ámbito de sujetos tradicionalmente sancionados. Por primera vez se sancionó a dos iniciados secundarios (*tippees*) en sus calidades de cónyuge de la asesora comunicacional (insider primario externo no institucional) y conviviente de una de las accionistas controladora (insider primario interno).

Una última novedad en cuanto a las personas sujetas a los deberes y prohibiciones del artículo 165 de la ley 18.045 se da ya no en cuanto a la calidad del sujeto, sino en cuanto a la extensión en el tiempo de la sujeción a los deberes y prohibiciones establecidos en la ley.

Mediante Resolución Exenta Número 229 de 14 de abril de 2011, por primera vez la SVS aplica la extensión de responsabilidad que impone el artículo 167 a aquellas personas que en razón de su cargo o posición, posean, hayan tenido o tengan acceso a información privilegiada, obtenida directamente del emisor, aunque hayan cesado en la relación o posición respectiva. En este caso se sanciona a un ex Gerente General de Iansa S.A., cuya participación accionaria le permitía ser Director de Anagra S.A., quien habiendo tenido conocimiento de una posible fusión por absorción de Soquimich Comercial S.A. y Anagra S.A., –circunstancia informada a la SVS como hecho esencial– compró acciones cuya cotización afectaría dicha información, con posterioridad a haber cesado en sus cargos de Gerente y Director respectivos.

Así las cosas, siguiendo la misma línea de lo ocurrido inicialmente en EE.UU, y adelantando una conclusión al respecto, es posible afirmar que en Chile la SVS sanciona prácticamente sólo en aquellos casos en que hay deberes de lealtad o fidelidad involucrados entre quien efectúa la conducta prohibida y la compañía, ya sea por detentar un cargo directivo en ella (iniciados primarios internos o institucionales) o por ser iniciados primarios externos (“fiduciarios constructivos”¹⁹³). En éste último grupo, minoritario por cierto, quedarían aquellos asesores de confianza de la empresa que en razón de sus funciones han tenido acceso a determinada información. Hasta el año 2008 absolutamente todas las sanciones

¹⁹² Considerando N° 12 de la Resolución Exenta número 436, de 15 de julio de 2008.

¹⁹³ Corresponden a esta clase de personas ciertos profesionales (típicamente abogados o contadores) que tienen acceso a información privilegiada al realizar sus funciones en la empresa, y que por tanto son especies de “iniciados temporales”. SALAH, MARÍA AGNES. Op. Cit (n. 9) p. 100.

corresponden al grupo de sujetos antes señalados. Sólo de manera excepcional en el caso D&S Falabella se sanciona a dos personas que no están vinculados directamente ni tienen una relación de la cual se puedan extraer ciertos deberes fiduciarios como ocurre con los iniciados primarios (internos o externos). Se trata del cónyuge de la asesora comunicacional en la fusión y del conviviente de una de las socias controladoras de Falabella. Aparte de estos dos sujetos sancionados mediante Resoluciones exentas 430 y 432 de 15 de julio de 2008, no se ha sancionado en sede administrativa a ningún iniciado secundario (*tippee*) por infracción al artículo 165 de la ley 18.045.

En regulaciones Europeas, como es la contemplada por la directiva de la UE, y la legislación alemana y la francesa, entre otras, se contempla de manera expresa la sanción para esta clase de personas¹⁹⁴. La legislación europea de la Directiva en este aspecto lo que hizo fue establecer un criterio de “conexión” con la empresa, sancionando expresamente a los iniciados secundarios que hayan recibido la información privilegiada directa o indirectamente de un iniciado primario. Sin embargo en Chile –al igual que en EE.UU.– la ley no contempla directamente la imposición de los deberes y prohibiciones y su respectiva sanción, dejando la determinación de la procedencia o no de responsabilidad a esta clase de personas a los órganos de control administrativo y judicial.

La legislación chilena, por el contrario, establece “géneros de personas” sobre las cuales pesan los deberes y prohibiciones de la norma examinada, lo que se demuestra por la referencia del artículo 165, que en su inicio dispone: “[c]ualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación con el respectivo emisor de valores o con las personas señaladas en el artículo siguiente, posea información privilegiada deberá (...)”.

De esta manera, la determinación concreta de los sujetos sobre los cuales pesan los deberes y prohibiciones del artículo 165 y siguientes de la ley 18.045 se verificará por el órgano correspondiente, caso a caso, al aplicar la normativa en cuestión. En dicha labor de interpretación, el artículo 166 es particularmente útil, pues al contemplar un listado de personas respecto de las cuales se presume tienen acceso a información¹⁹⁵ permite incorporar indiscutiblemente a una serie

¹⁹⁴ SALAH, MARÍA AGNES. Op. Cit. (n. 9) p. 137 y 140.

¹⁹⁵ “Artículo 166. Se presume que poseen información privilegiada las siguientes personas:

- a) Los directores, gerentes, administradores, ejecutivos principales y liquidadores del emisor o del inversionista institucional, en su caso.
- b) Las personas indicadas en la letra a) precedente, que se desempeñen en el controlador del emisor o del inversionista institucional, en su caso.
- c) Las personas controladoras o sus representantes, que realicen operaciones o negociaciones tendientes a la enajenación del control.
- d) Los directores, gerentes, administradores, apoderados, ejecutivos principales, asesores financieros u operadores de intermediarios de valores, respecto de la información del inciso segundo del artículo 164 y de aquella relativa a la colocación de valores que les hubiere sido encomendada.

de sujetos dentro de los destinatarios de las normas de conducta descritas en el artículo 165.

En esta labor interpretativa la SVS ha estimado de manera consistente que los sujetos merecedores de sanción son aquellos que se encuentran en una posición determinada frente al emisor de valores en virtud de una determinada función, oficio o relación, y solo excepcionalmente, cierta clase de iniciados secundarios que tienen un vínculo muy cercano con un iniciado primario que hace presumir de manera grave y precisa que ha recibido dicha información con pleno conocimiento de su carácter de privilegiada.

Como ya fue señalado en apartados anteriores, en un inicio la jurisprudencia norteamericana también sanciona prácticamente sólo a esta clase de sujetos (iniciados primarios o secundarios)¹⁹⁶, exigiendo determinados deberes de lealtad (*fiduciary duty*), cuyo requisito para sancionar es que la información se haya obtenido en virtud de este tipo de vínculo¹⁹⁷.

Esto plantea la pregunta legítima acerca de si en Chile para sancionar este tipo de abusos en el mercado de valores sigue el mismo patrón de la jurisprudencia norteamericana en sus inicios, exigiendo cierta relación fiduciaria o cierto factor de conexión, pese a que no sea un requisito que la regulación legal contemple expresamente¹⁹⁸.

También se presume que poseen información privilegiada, en la medida que tuvieron acceso directo al hecho objeto de la información, las siguientes personas:

- a) Los ejecutivos principales y dependientes de las empresas de auditoría externa del emisor o del inversionista institucional, en su caso.
- b) Los socios, gerentes administradores y ejecutivos principales y miembros de los consejos de clasificación de las sociedades clasificadoras de riesgo, que clasifiquen valores del emisor o a este último.
- c) Los dependientes que trabajen bajo la dirección o supervisión directa de los directores, gerentes, administradores, ejecutivos principales o liquidadores del emisor o del inversionista institucional, en su caso.
- d) Las personas que presten servicios de asesorías permanente o temporal al emisor o inversionista institucional, en su caso, en la medida que la naturaleza de sus servicios les pueda permitir acceso a dicha información.
- e) Los funcionarios públicos dependientes de las instituciones que fiscalicen a emisores de valores de oferta pública o a fondos autorizados por ley.
- f) Los cónyuges o convivientes de las personas señaladas en la letra a) del inciso primero, así como cualquier persona que habite en su mismo domicilio.¹⁹⁹

¹⁹⁶ Ver *supra*, capítulo IV. 2.4 a propósito del análisis de los deberes y prohibiciones contenidos en la regulación nacional, y la pugna entre el criterio subjetivista y objetivista.

¹⁹⁷ ALCALDE, ENRIQUE. Op. Cit. (n. 3) p. 12-13.

¹⁹⁸ Esa fue al menos la postura que tuvieron los tribunales norteamericanos en los casos *Chiarella vs United States* y *Dirks v. SEC*. En ambos casos la Corte Suprema declaró que el fundamento para sancionar por uso de información privilegiada sería la infracción de ciertos deberes de lealtad que en ambos casos no existían por parte de los receptores de la información (*tippers*) y que justificó su absolución. Luego, la jurisprudencia norteamericana, al igual que la chilena,

Por ahora cabe señalar que a nivel represivo, se observa cierta coherencia en lo que respecta a los destinatarios de las normas prohibitivas, y por ende susceptibles de ser sancionados. Hay cierta uniformidad en cuanto al carácter que a juicio de la SVS deben revestir estos sujetos.

De esta manera, en lo que respecta al ítem analizado en este apartado, la labor interpretativa de la SVS ha tendido a fijar de manera restrictiva el alcance de las normas a aplicar, a partir de lo cual se podría en principio concluir que quizás a este nivel nuestra legislación puede tener ciertas deficiencias. Una interpretación distinta sería entender que pese a que el alcance de la legislación es más amplio, hay razones extra legales que llevan a restringir su aplicación, como es la dificultad de prueba, o la influencia de ciertas doctrinas restrictivas en la labor fiscalizadora de la SVS. En cualquier caso, es posible afirmar que en este ítem la labor de la SVS sin duda sirve para revisar la legislación y detectar ciertas falencias de la misma en ciertas áreas.

2.2. TIPOS CONSTITUTIVOS DE INFRACCIÓN POR USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

En cuanto a las conductas que han sido sancionadas por infracción al artículo 165 de la ley es necesario como primera cuestión diferenciar dos épocas. La primera bajo la vigencia del antiguo artículo 13, antes de la reforma introducida por la ley 19.301 el año 1994, que agregó el Título XXI y modificó el título XI, y una época posterior a dicha reforma que es la que vino a regular de manera exhaustiva el uso de información privilegiada.

Como ya fue expuesto en el capítulo relativo a la legislación nacional, en una primera época (1981-1994) bajo la vigencia del antiguo artículo 13 las hipótesis de uso de información privilegiada se sancionaban a través de la infracción al deber de reserva que imponía a los directores, administradores y, en general, cualquiera persona que en razón de su cargo o posición tuviese acceso a información de la sociedad y de sus negocios, que aún no haya sido divulgada oficialmente al mercado por la compañía en cumplimiento de lo dispuesto en la ley y que sea capaz de influir en la cotización de los valores de la misma, el deber de guardar estricta reserva. La norma además de imponer este deber prohibía a dichas personas valerse de la información reservada para obtener para sí o para otros, ventajas mediante la compra o venta de valores.

En esta primera etapa se impusieron sólo 5 sanciones a directores y gerentes por infringir dicha prohibición, sin señalar en concreto en qué habría consi-

amplió el criterio haciendo responsables también a ciertos iniciados temporales que por sus funciones se entiende también debían asumir ciertos deberes de lealtad. El argumento de fondo sigue siendo la infracción a determinados deberes de lealtad para con la compañía, agregando después que estos deberes de lealtad se tenían para con la fuente de la información, y ahí radicaría el fundamento del reproche (*misappropriation theory*).

do la infracción, salvo en la última de ellas en que se explicita que se sanciona solidariamente a los directores y gerentes de una sociedad por haber facultado los primero al gerente, quien se encontraba en uso de información reservada, a vender un porcentaje de las acciones IANSA fijando un precio mínimo de venta igual o superior al cual se pretendía comprar las acciones IANSA a SUCDEN (empresa con la cual se estaba en negociaciones), obteniendo de esta manera una ventaja para la sociedad que dirigían¹⁹⁹.

En efecto, de las 42 resoluciones sancionatorias cursadas por la SVS desde el año 1981 al 2012 la gran mayoría se concentraron en la segunda etapa posterior a la gran reforma (1994-2012), observándose un aumento desde el año 2004 en adelante.

Desde el último fallo dictado bajo la vigencia del artículo 13 el año 1991 al año 1996 no hay absolutamente ninguna sanción.

Es posible que la entrada en vigencia de la nueva normativa el año 1994 haya influido en alguna medida en ello. Sin embargo, no está de más constatar que la entrada en vigencia de esta ley –que a nivel de tipicidad de la conducta vino a establecer de manera clara y precisa las hipótesis de abuso de mercado sancionadas y definió expresamente los deberes y prohibiciones– no trajo aparejado un aumento en el número de casos sancionados. Pese a ampliar el catálogo de posibles conductas prohibidas y deberes, el impacto no fue inmediato. No hubo un efecto visible en el corto plazo.

Entre el año 1994 y 2001 sólo se sancionó en tres casos a un total de seis personas. Es recién a partir del año 2004 cuando hay un aumento considerable en el número de casos sancionados y en la fundamentación de los fallos. Sin embargo, el número sigue siendo bajo. En esta segunda etapa post reforma, el total de casos sancionados es sólo veinte.

En cuanto a los hechos constitutivos de infracción en ambas etapas, se pueden agrupar según el tipo de conducta sancionada, los siguientes tipos de casos:

1. Infracción genérica al artículo 165 sin especificar cuál de todas las prohibiciones y/o deberes se infringe.
2. Infracción al deber de abstención de adquirir directa o indirectamente acciones sobre valores respecto de los cuales se posee información privilegiada.
 - a) Información relativa a la toma de control de determinada entidad (OPA).
 - b) Información relativa a los estados financieros de la empresa que dirigen.
 - c) Información relativa a determinadas negociaciones (compras o ventas).
3. Uso de información privilegiada.
4. Infracción al deber de reserva.

¹⁹⁹ Resolución Exenta número 181, de 24 de octubre de 1991.

- a) Comunicar la información.
- b) Recomendar a un tercero la adquisición o enajenación de los valores respectivos.

De todos ellos, la gran mayoría de los casos han sido sancionados por infracción al deber de abstención de adquirir los valores respecto de los cuales poseía información, siendo las demás hipótesis situaciones minoritarias, llamando especialmente la atención los pocos casos en que se sanciona por uso a los iniciados primarios internos institucionales.

En cifras las sanciones por infracción al deber de abstención de adquirir o enajenar son 22, mientras que las de uso propiamente tal son 14. Por su parte, las sentencias sin señalar infracción específica infringida son 2 y las de infracción al deber de reserva sólo 4: tres por comunicar la información (todos del caso D&S-Falabella) y uno por recomendar a un tercero y usar la información.

Prácticamente no hay ninguna sanción por la venta de valores en posesión de información privilegiada con el fin de evitar una pérdida. En la mayoría de los casos lo que hay es una toma de ventaja (posibilidad de obtener beneficios) en virtud de la asimetría producida por la posesión de información privilegiada que permite la obtención de utilidades, o mejorar una posición en el mercado, pero no evitar una pérdida.

Hasta el año 2004 se habían cursado 9 sanciones por infracción al deber de abstención, 2 por infracción genérica al artículo 165 y tan sólo 3 por uso a propósito de un mismo caso el año 1996.

En efecto, el primer caso en que sanciona por “uso de información privilegiada” es mediante resoluciones Exentas N° 185, 186 y 187 de 31 de julio de 1996. Acá se multa a los ejecutivos de AFP Protección S.A. (Gerente General, Gerente Comercial y Gerente de Inversiones), quienes a través de empresas de las cuales eran administradores y socios con un alto porcentaje de participación del capital, efectuaron la misma operación de compra de acciones de la AFP que dirigían. Por lo que la SVS estimó que al efectuar y mantener las órdenes de compra habrían utilizado información privilegiada. O sea, es la mantención de las órdenes de compra la que la SVS entiende constituye un uso de información privilegiada. Esto es relevante ya que con posterioridad sancionará hipótesis similares argumentando que lo que se ha infringido es el deber de abstención de adquirir valores sobre los que se posee información privilegiada.

Luego en el año 2006, el caso Schwager es el segundo caso en el cual la SVS sanciona por uso de información privilegiada. Acá se sancionó a la empresa Schwager S.A., al ex Presidente del Directorio y ex Gerente General de la compañía y a dos Directores.

El caso es interesante por dos motivos. Primero porque lo que se sanciona acá es el uso y no la abstención de adquirir o enajenar los valores sobre los cuales

posea información privilegiada, y segundo, porque es uno de los pocos casos en que la conducta sancionada es una venta de los valores sobre los que se posee información.

Los hechos fueron los siguientes. Con fecha 30 de junio de 2005 Schwager informó a la SVS un acuerdo con ENAP cuyo objetivo era desarrollar actividades conjuntas para el estudio de un aditivo y acordar un plan de negocios conjunto a nivel nacional e internacional que generó enormes expectativas en el mercado. En los meses siguientes se registró un aumento de un 146% en el valor de la acción junto con un aumento considerable de los montos transados promedio diario, los que subieron aproximadamente en un 500%²⁰⁰.

Con fecha 8 de noviembre de 2005 ENAP comunica a la SVS el término del acuerdo, hecho que habría ocurrido el 12 de agosto de 2005 por petición unilateral de Schwager por problemas en la suscripción del Protocolo de Kyoto que influiría en las expectativas asociadas a él. Una vez que el mercado tuvo conocimiento de aquello, recién con fecha 8 de noviembre de 2005, el valor de la acción registró un inmediato descenso en su precio. Incluso, se tuvo que suspender su venta de acuerdo a los mecanismos establecidos por las bolsas de valores²⁰¹.

Sin embargo, el mismo día del término del convenio con ENAP (12 de agosto), y antes de que ello fuera informado al mercado, Schwager informó el acuerdo del directorio en torno a la venta de un remanente de acciones de su propia emisión que no habrían sido suscritas preferentemente luego del aumento de capital, las que se hicieron efectivas en los días siguientes. De este modo lo que hizo la empresa fue vender acciones antes de dar a conocer el término del acuerdo y en pleno conocimiento de ello.

La SVS estimó, luego de analizar el carácter de privilegiada de la información, que desde el momento en el que el gerente general informa la decisión unilateral de poner término anticipado al acuerdo el 12 de agosto de 2005, y tratándose de una información no difundida al mercado, “la compañía debió abstenerse de realizar cualquier operación capaz de irrogarle beneficios o evitarle pérdidas respecto de los valores afectados por el privilegio de dicha información”²⁰², aun cuando el acuerdo de venta fuera anterior a dicho conocimiento. Por tanto, en la venta de las acciones cuestionadas, “hizo uso de información privilegiada sobre término del MDA, incurriendo en la infracción descrita en el artículo 165 de la ley 18.045.”²⁰³

Lo mismo concluye en los casos de los directores, quienes a través de empresas de su propiedad también vendieron acciones antes de dar a conocer la noticia al mercado.

²⁰⁰ Considerandos 3 y 4 de la Resolución Exenta N° 253, de 9 de junio de 2005.

²⁰¹ Considerando 4 letra d) de la Resolución Exenta N° 253, de 9 de junio de 2005.

²⁰² Considerando 12 de la Resolución Exenta N° 253, de 9 de junio de 2005.

²⁰³ Considerando 16 de la Resolución Exenta N° 253, de 9 de junio de 2005.

En ambos casos la SVS estimó que las conductas descritas correspondían a casos de infracción a la prohibición de utilizar la información en beneficio propio o ajeno y no a la prohibición de adquirir o enajenar los valores sobre los cuales poseían información, pese a que tradicionalmente dichas conductas habían sido sancionadas como infracción al deber de adquirir o enajenar los valores sobre los cuales se poseía información privilegiada. Aunque en el mismo fallo la SVS reconoce que la compañía debió abstenerse de vender las acciones, estimó que la conducta era constitutiva de uso de información privilegiada sin extenderse demasiado sobre el punto.

Así las cosas es posible afirmar que hasta la fecha de dictación de este fallo no hay ningún tipo de coherencia ni mayor fundamento en cuanto a los criterios que hacen al juzgador sancionar por una u otra infracción, siendo muy tenue la división entre aquellos casos en que se sanciona por uso, de aquellos que se sanciona por infracción al deber de abstención de adquirir o enajenar.

En otras palabras, al menos hasta el año 2005 no es claro en nuestra jurisprudencia administrativa cuál es el verdadero alcance de cada una de las conductas sancionadas por el artículo 165.

La Resolución Exenta N° 335 de 4 de mayo de 2005 es muy importante a estos efectos en el sentido de aclarar un importante criterio interpretativo de la SVS, al señalar que la prohibición es de carácter objetiva y a todo evento, y que no requiere ni dolo ni culpa.

En ella se sanciona al Presidente del Directorio de Besalco S.A. quien a través de una empresa de la cual era representante legal habría adquirido acciones de Besalco, con pleno conocimiento de la venta de dos de sus filiales antes de que ello fuera de público conocimiento por el mercado, y que provocara un esperable aumento en el precio de sus acciones.

Aquí la SVS señala por primera vez, que es obligación de un director adoptar todas las medidas pertinentes para evitar la infracción de las disposiciones que regulan los posibles casos de uso de información privilegiada²⁰⁴, además de abstenerse de realizar cualquier acto que implique su uso. Por otro lado, declara por primera vez que la prohibición es de carácter objetiva, a todo evento y que es irrelevante la habitualidad o no en la compra de las acciones de que se trate. En este sentido, indica el fallo, el “afán especulativo” no es un requisito del tipo

²⁰⁴ SALAH, MARÍA AGNES, señala al respecto que dentro de los deberes complementarios a las prohibiciones principales se encuentra el “deber de vigilancia en relación con subordinados o terceros de confianza” que si bien es cierto se establece a propósito de la prohibición de comunicar o recomendar, debe entenderse que también se aplica respecto del uso, por emanar en última instancia de deber general de cuidado que compete a los directores de sociedades anónimas. Ello los ubica entonces en una posición de garante respecto del adecuado funcionamiento del mercado de valores. SALAH, MARÍA AGNES. Op. Cit. (n. 9) pp. 178-179.

infraccional, pues el fin de la norma es la protección de los inversionistas que no tienen acceso a dicha información, y así su justificación es impedir las asimetrías de información independientemente de la intención que se haya tenido para efectuar la compra.

Agrega que tampoco importa si se obtuvieron o no beneficios o si los maximizó, pues esto sólo es relevante para avaluar el monto de los daños en caso de ejercer el perjudicado una acción civil indemnizatoria. Ello se debe a que la norma apunta a la protección del mercado en general y a que se preserven las sanas prácticas como pauta de comportamiento en el mismo²⁰⁵.

Luego, en Resolución Exenta N° 253 de 9 de junio de 2006, del ya mencionado “Caso Schwager”, la SVS insiste en la idea anterior, al señalar que el bien jurídico protegido y que pretende amparar la institución es la igualdad de la información para todos los agentes que intervienen en el mercado de capitales como fundamento que permite el correcto funcionamiento del mismo. Reiterando que la prohibición contenida en el artículo 165 es absoluta, por lo que cualquier argumento relativo a la intencionalidad es irrelevante²⁰⁶.

Hasta este momento, si bien es cierto se explicitó cuál era la finalidad de la norma, y en este sentido cuál era su alcance genérico, aún no se distinguía entre las distintas hipótesis que ella contemplaba.

En varias resoluciones, de hecho, se sanciona por infracción al artículo 165, sin especificar cuál de todos los deberes y prohibiciones se han infringido y sin realizar distinción alguna al respecto, por lo que los requisitos de cada subtipo infraccional se confunden.

En Resolución Exenta N° 432 de 22 de septiembre de 2004, por ejemplo, se sanciona al gerente de inversiones de Euroamérica Compañía de Seguros de Vida S.A. que lo que hace es comprar acciones de AguasAndinas además de comprar y vender valores de La Polar S.A. a título personal, en las mismas oportunidades que la compañía que dirigía. Lo mismo ocurre en Resolución Exenta N° 433 de misma fecha, en que se sanciona al Jefe de Mesa de dinero de Compañía de Seguros de Vida La Construcción S.A. por las compras efectuadas respecto de AguasAndinas y las compras y ventas de acciones de La Polar S.A. en las mismas oportunidades que la Compañía de Seguros que dirigía. En ambos casos

²⁰⁵ “[l]a ley prohíbe específicamente este tipo de transacciones no sólo para evitar el uso de información privilegiada por parte de las personas que en virtud de su cargo tienen acceso a ella, sino que también para proteger a los inversionistas que no tienen acceso a dicha información, amparando de esta manera –e independientemente de la intención que haya tenido para efectuar la compra de las acciones de Besalco S.A. –, al resto del mercado, disminuyendo las asimetrías de información, en aras de los principios de igualdad y transparencia que deben imperar en el mercado. (...)” Considerando 8 letra b) de Resolución Exenta N°335 de 04 de mayo de 2005.

²⁰⁶ Considerandos 14 y 15 de la Resolución Exenta N° 253, de 9 de junio de 2005.

en la parte resolutive se señala que se ha infringido el artículo 165, sin especificar en cuál de todas sus hipótesis.

Recién en el caso LAN (resoluciones exentas N° 306 y 307 de 6 de julio de 2007) la SVS efectúa un análisis exhaustivo en cuanto a la distinción de las diversas conductas sancionadas por el artículo 165.

A partir de ahí la SVS distingue claramente entre la prohibición de uso y el deber de abstención, señalando que el primero tendría un componente subjetivo del que carecería el segundo.

Señala la SVS que del artículo 165 “se desprende la existencia, a lo menos de tres figuras infraccionales distintas, a saber:

- a) Deber de reserva de la información privilegiada: Consistente en la obligación de confidencialidad de la información que la ley hace pesar sobre cualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación tenga acceso a información privilegiada, teniendo en consecuencia el deber de no divulgar dicha información a terceros ni recomendar transacciones sobre esos valores.
- b) Prohibición de uso de la información privilegiada: referida a la prohibición de quien tenga acceso a información privilegiada, la utilice intencionalmente en beneficio propio y ajeno.
- c) Deber de abstención o prohibición de adquirir valores: Relativa a la prohibición que pesa sobre quien en razón de su cargo, posición, actividad o relación tenga acceso a información privilegiada, para poder adquirir, para sí o para terceros, directa o indirectamente, los valores sobre los cuales se posee dicha información de carácter privilegiada²⁰⁷.

Que, en consecuencia, una de las obligaciones del inciso primero del artículo 165 de la LMV consiste en una prohibición legal de adquirir los valores sobre los cuales se posea información privilegiada. Se trata por ende de una prohibición legal que constituye un impedimento total y absoluto.”²⁰⁸

Agrega a continuación que “la norma legal es la fuente de la prohibición para adquirir uno o más valores sobre los cuales se posea información privilegiada y es el obstáculo insalvable que debe acatarse como norma de conducta.”²⁰⁹

Uno de los aportes más novedosos de la resolución es que analiza en detalle los requisitos de la infracción imputada.

Al respecto, señala que “la culpabilidad en el infractor de un deber legal de abstención queda configurada por el hecho de realizar la conducta prohibida a sabiendas o debiendo saber que la ley se lo prohíbe, sin que sea necesario establecer que actuó con la intención expresa y determinada de ignorarla o infringirla.

²⁰⁷ Considerando 13 de la Resolución Exenta N° 306, de 6 de julio de 2007.

²⁰⁸ Considerando 14 de la Resolución Exenta N° 306, de 6 de julio de 2007.

²⁰⁹ *Ibíd.*

En consecuencia, el elemento de culpabilidad del infractor se establece en su falta de diligencia y cuidado al no adoptar medidas de prudencia o precaución que pudieran evitar que incurra en la conducta prohibida.²¹⁰

Entonces solo cabría excusarse de la infracción cometida alegando caso fortuito o fuerza mayor, o la concurrencia de alguna causal de justificación. Apoya su argumento citando una jurisprudencia de la Excma. Corte Suprema, que confirma un fallo de la Ilustrísima Corte de Apelaciones de Valdivia pronunciado en tal sentido²¹¹.

De esta manera señala que la “intencionalidad” sería un elemento subjetivo propio del tipo infraccional “uso de información privilegiada” y no del “deber de abstención” en que el elemento subjetivo se constituye por ejecutar el acto prohibido a sabiendas o debiendo saberlo, y sin hacer nada por evitarlo.

Por último, en cuanto al argumento relativo a un cambio de criterio y posible infracción al principio de confianza legítima y debido proceso, la SVS indica que en cumplimiento del mandato legal que la rige ha ejercido sus facultades legales de manera legítima y discrecional, sin contravenir ni la Oficio Circular 2506 de 1987 ni el Informe Interno de la Fiscalía de Valores de 14 de octubre de 1997 (citados por la defensa). Que en cualquier caso la mencionada Circular se refería al derogado artículo 13²¹² que sancionaba el uso de información privilegiada y que por tanto no es aplicable al presente caso ni siquiera como analogía por tratarse de un tipo infraccional diverso (prohibición de adquirir).

²¹⁰ Considerando 16 de la Resolución Exenta N° 306, de 6 de julio de 2007.

²¹¹ Fallo de fecha 3 de marzo de 1990. Gaceta Jurídica 119, p. 72.

²¹² La Circular 2506 de 1987 que ya ha sido mencionada a propósito de la regulación nacional vid *supra* III.1.2, además de precisar que debe entenderse por “cargo o posición”, señala o más bien describe lo que ocurre cuando un sujeto de los señalados en la norma compra o vende acciones “utilizando información reservada”, pero sin ser clara en cuanto a exigir cierta intencionalidad. La cita textual es la siguiente: “Previamente a la divulgación oficial de la información reservada, los directores, administradores y en general, toda persona que por cualquier razón tenga acceso a esa información, deberá, de conformidad a la ley, guardar estricta reserva, y velar para que subordinados o terceros de su confianza no utilicen dicha información para obtener para sí o para otros, ventajas mediante la compra o venta de valores. Es necesario tener presente que si un director o administrador hace uso de información reservada en los términos expresados precedentemente está perjudicando, entre otros, a los accionistas de la sociedad que él representa.

Cabe señalar que la persona que compra o vende valores de oferta pública utilizando información reservada se encuentra en una posición de privilegio en relación con el resto del mercado, toda vez que esa persona al operar de dicho modo está haciendo uso de una información que, dada su calidad, debe ser estimada como información privilegiada. Por ello, y de conformidad al sentido precedentemente referido, la información reservada es también, en relación al sujeto que la utiliza, información privilegiada. En consecuencia, ambos términos pueden ser aplicables a la misma situación.”

Así las cosas, en el caso LAN la SVS sanciona a ambos directores indicando que si bien se desecha la intencionalidad como elemento subjetivo propio del tipo infraccional “uso de información privilegiada”, no se logra desechar el elemento subjetivo que le es propio al tipo infraccional “deber de abstención” que por tratarse de una prohibición legal expresa tiene otras características (indicadas anteriormente), sin por ello transformarse en una especie de responsabilidad objetiva.

En resoluciones siguientes N° 659, 660, 661 y 662 todas de 27 de diciembre de 2007, reitera el mismo argumento respecto de casos similares de compras de directores luego de estar en conocimiento de los estados financieros de las empresas que dirigen, sin que aún dichos estados se hayan puesto en conocimiento del mercado. En la última de ellas²¹³ agrega como argumento adicional que “ningún modelo de política de inversión por sí solo excusa de la prohibición de comprar teniendo información privilegiada desde el momento en que dicha acción depende única y exclusivamente del sujeto que la ejecuta, como es del caso en la especie”.

Una vez efectuada la distinción entre el deber de uso y abstención se sancionaron por uso a los 5 sujetos del caso “D&S-Falabella” que adquirieron valores en virtud de información que les fue proporcionada por insiders, al gerente de dinero de Euroamerica que recomendó a un tercero una compra en posesión de información y ejecutó la operación, y a dos sujetos más. Uno, gerente general y de inversiones Euroamérica CB y al ex gerente de Iansa, quien ya no estando en el cargo también compró acciones en conocimiento de información que había obtenido mientras dirigía la compañía.

El año 2007 y 2009 se produce un último hito. Se sanciona por primera y única vez la infracción al deber de reserva en sus dos posibles hipótesis: divulgar la información (*tippiee*) y recomendar a un tercero (*tuyautage*) respectivamente.

El primero de ellos es el ya analizado caso “D&S-Falabella” en que se sanciona a la asesora comunicacional de la posible fusión por haber divulgado la información a su cónyuge a quien se sancionó por uso, y una de las accionistas controladoras de Falabella por haber hecho lo mismo con su conviviente, a quien también se sanciona por uso.

El segundo, es la Resolución Exenta N° 597 de 25 de septiembre de 2009 que sanciona la recomendación de adquisición o enajenación de valores (*tuyautage*) multando a quien recomienda la ejecución de determinadas operaciones a un tercero y además las ejecuta, infringiendo así también la prohibición de usar la información en provecho de terceros.

La resolución impone una multa administrativa al gerente de la mesa de dinero de Euroamérica Corredores de Bolsa S.A., quien estando en posesión de

²¹³ Esta resolución sanciona a un director de dos empresas controladas por el Grupo Matte en donde parte de la defensa radica en precisamente la “vocación compradora pasiva” de dicho grupo empresarial.

información sobre la adquisición, enajenación y aceptación o rechazo de ofertas específicas de un inversionista institucional (Larraín Vial AGF), recomendó a un tercero la ejecución de una operación respecto de las mismas acciones. No se sanciona en este caso al tercero. Los motivos de aquello no se encuentran expresados en la respectiva resolución, pero es de suponer que se debe a que el tercero beneficiado no es quien ejecuta dichas operaciones, sino quien las aprueba, lo que no está expresamente sancionado. Distinto es el caso del tercero que “recibe” la información privilegiada y luego ordena determinada operación, como podría haber sido el caso de las acciones D&S Falabella. En tal caso, lo que hay es uso propiamente tal por parte de un *tippee*, hipótesis que estaría sancionada en la prohibición general del inciso primero del artículo 165.

En suma, a modo de conclusión general es posible afirmar que pese a que en Chile el uso de información privilegiada y sus diversas hipótesis de infracción están regulados en la ley hace mucho, el número de sanciones cursadas desde su vigencia es relativamente bajo en relación al número de transacciones efectuadas anualmente en la Bolsa de Valores²¹⁴.

Además de ser bajo, durante mucho tiempo la jurisprudencia administrativa a nivel de determinación del alcance de las “conductas prohibidas” no fue clara en cuánto los requisitos que hacían a los sujetos caer en uno u otro subtipo infraccional.

La determinación del alcance a un nivel general es del año 2004, en que se indicó que la prohibición contenida en el artículo 165 es absoluta, por lo que cualquier argumento relativo a la intencionalidad es irrelevante. Para luego especificar a partir del año 2007 que la diferencia entre la prohibición de uso y el deber de abstención sería que la primera sí contempla un elemento de intencionalidad que configura la culpa (intención de usar en beneficio propio o ajeno), mientras que la segunda prescinde de éste por tratarse de una prohibición legal que constituye un impedimento total y absoluto en donde la culpabilidad se configura por realizar la conducta prohibida a sabiendas o debiendo saber que la ley lo prohíbe.

Ahora bien, pese a ello, es posible establecer una especie de inconsistencia en cuanto a la línea argumentativa que ha tenido la SVS y lo que en la práctica ha hecho. Pues por un lado señala los criterios distintivos de los subtipos infraccionales, pero por otro en la práctica los casos en que sanciona por una u otra hipótesis no queda claro cuál es el criterio definitorio que hace optar por una u otra opción.

Los casos sancionados por uso siguen siendo hipótesis marginales, y pareciera ser que se aplica para cierto tipo de sujetos respecto de los cuales no hay presun-

²¹⁴ Ver *supra*, nota 142.

ción de acceso, quedando para los insiders primarios la sanción por infracción al deber de abstención.

2.3 TIPOS Y CONTENIDO DE LA INFORMACIÓN QUE DEBE TENERSE COMO PRIVILEGIADA

El artículo 164 de la ley 18.045 proporciona la siguiente definición legal de información privilegiada:

“Art. 164. Para los efectos de esta ley, se entiende por información privilegiada cualquier información referida a uno o varios emisores de valores, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos, no divulgada al mercado y cuyo conocimiento, por su naturaleza, sea capaz de influir en la cotización de los valores emitidos, como asimismo, la información reservada a que se refiere el artículo 10 de esta ley.

También se entenderá por información privilegiada, la que se posee sobre decisiones de adquisición, enajenación y aceptación o rechazo de ofertas específicas de un inversionista institucional en el mercado de valores.”

Como ha sido explicado en apartados anteriores, esta definición es el resultado de la evolución legislativa de la regulación de esta materia, que partiera en el primitivo y derogado artículo 13, y continuara en las modificaciones introducidas por las leyes 19.301 de 1994 y 20.382 de 2010.

De todos modos, obsérvese que el precepto legal transcrito no contiene una genuina definición acerca de lo que debe entenderse por información de carácter privilegiada sino que, más bien, proporciona las características que debe contener cierta información para ser considerada como privilegiada. Ante esta carencia y dada la expresión “cualquier información” es legítimo suponer que, entonces, cualquier tipo de aserción relativa a hechos y a intenciones o decisiones de terceros puede, cumpliendo los requisitos que le dan el carácter de privilegiada, constituir información legalmente relevante para la aplicación de la prohibición. Decimos que las intenciones o decisiones constitutivas de información o, a lo menos, de información para los efectos de la aplicación de la prohibición, deben provenir de terceros, pues sería un absurdo si también lo fuera para el agente generador de esa información. La inexistencia de este tipo de casos en la jurisprudencia administrativa abona esta tesis.

Ahora bien, mediante Resolución Exenta 414 de 13 de julio de 2010 la Superintendencia de Valores y Seguros sostuvo una tesis que a primera vista podría resultar contraria a lo dicho en el párrafo anterior. En dicho fallo la SVS consignó:

“Que, en cuanto a la configuración de la hipótesis de uso de información privilegiada vigente en la fecha de las operaciones analizadas, tanto el tenor literal de dicha norma, establecida en el artículo 165 de la Ley N° 18.045, que define al sujeto activo como “cualquier persona”, y el artículo 164, que la define como

“cualquier información referida a uno o varios emisores de valores, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos...”; como el bien jurídico protegido, referido al correcto funcionamiento del mercado de capitales, particularmente respecto del trato igualitario a los inversionistas en sus decisiones de inversión, permiten concluir que **no existen distinciones legales que limiten el origen de la información sólo a terceros**, o que su esfera de protección se oriente sólo al interés individual del titular de un derecho de propiedad (...)²¹⁵.

Decimos que la contradicción es sólo aparente, pues lo que pretendía la SVS con tal afirmación era desechar un argumento de la defensa de los sancionados tendiente a desacreditar el uso de información privilegiada por haber sido ellos mismos los generadores de la información cuyo uso se sancionó. En este caso, como altos ejecutivos de una corredora de bolsa, los sancionados (en específico uno de ellos) administraban la cartera de un inversionista institucional y a la vez la de una sociedad de su propiedad. De acuerdo a lo consignado por la SVS en el fallo, los ejecutivos compraban sistemáticamente acciones que con posterioridad vendían al inversionista institucional, controlando ellos ambas operaciones. De ahí que la defensa sostuviera que no había genuinamente un traspaso de información entre un emisor y un receptor, lo que excluiría la aplicación de la prohibición. En nuestra opinión, el cuestionamiento se resuelve considerando que las decisiones de inversión tomadas por los ejecutivos estaban hechas en base a la representación que detentaban de ambas sociedades para la administración de sus carteras, lo que implica que aun cuando las decisiones de inversión de ambas sociedades fueran tomadas por una misma persona, lo hacían actuando por un tercero, de modo tal que la decisión de inversión para una sociedad constituía genuinamente información para la otra sociedad. Leída en ese sentido la afirmación de la SVS, transcrita en el párrafo anterior, se mantiene inalterable la conclusión acerca que las intenciones o decisiones constitutivas de información para los efectos de la aplicación de la prohibición deben provenir necesariamente de terceros.

Una segunda característica que se puede apreciar del actual artículo 164 de la Ley 18.045 es que amplía el concepto de información privilegiada en relación al derogado artículo 13 que sólo consideraba como tal la “información de la sociedad y sus negocios”. La redacción actual lo abre a “cualquier información referida al emisor y sus negocios”, pero además a “cualquier” información acerca de los valores de un emisor.

La aplicación de esta apertura se observa de manera tangible en los tres casos inmediatamente posteriores a la entrada en vigencia de la reforma del año 1994. En efecto, en el primero de ellos, que comprende las sanciones aplicadas mediante resoluciones exentas números 157 y 158, ambas de 5 de julio de 1996,

²¹⁵ Considerando 7° de Resolución Exenta 414, de 13 de julio de 2010.

se sancionó a dos personas que de acuerdo a lo consignado en el fallo habrían tomado conocimiento de la decisión de una sociedad determinada del conglomerado Luksic en orden a tomar el control del Banco de Santiago S.A. mediante una oferta pública de acciones. Como se puede apreciar, la decisión de inversión del conglomerado Luksic es una información “externa” al emisor, originada en el mercado, pero referida a sus valores. De modo tal que de acuerdo a la apertura proporcionada por el artículo 164, si satisface los demás requisitos legales, podrá constituir información privilegiada, cuestión que bajo la antigua normativa no habría ocurrido.

Una cuestión similar ocurre en el caso en que mediante Resolución Exenta 337 de fecha 31 de octubre de 1997 se sancionó a la sociedad Elesur S.A. En este caso, la información cuyo uso se sancionó no consistía en información del emisor (las Chispas) o sus negocios, sino más bien en el conocimiento de un Acuerdo de Alianza Estratégica entre su matriz (Endesa S.A.) y Enersis S.A. en virtud del cual el primero podía requerir del segundo la compra de acciones que “las Chispas” tenían en otras sociedades, lo que influiría en la cotización de las acciones adquiridas por Elesur S.A. Como se aprecia, se trata nuevamente de información externa al emisor, pero con incidencia en la cotización de sus valores y, en ese sentido, referido a ellos.

Asimismo, mediante Resolución Exenta Número 166 de 8 de mayo de 2001 se sancionó a Juan Hurtado Vicuña y otros, por adquisición de acciones del Banco de Chile en conocimiento de la decisión de Quiñenco S.A. de realizar una oferta pública de adquisición de acciones de dicho banco. Nuevamente se trata de información externa del emisor, pues la información utilizada correspondía a decisiones de inversión de un tercero, referida sin embargo a los valores del emisor.

Finalmente, mediante Resolución Exenta 245 de 22 de abril de 2010 se sancionó a dos ejecutivos que tomaron la decisión de adquirir acciones CTC en conocimiento de la decisión de Telefónica S.A. de realizar una oferta pública de acciones para adquirir el control de CTC. Nuevamente el contenido de la información privilegiada discurre sobre la base de información externa al emisor, pero referida a sus valores.

Pues bien, es innegable que la calidad de “externa” o “interna” de la información, o de “directa” o “indirecta” en relación al emisor, dependerá siempre del criterio con el cual se distingan dichos conceptos. El criterio que hemos utilizado para calificar la información de externa obedece a su génesis, es decir, la fuente de la cual proviene, y no al objeto de la misma. Utilizando este segundo criterio una información relativa a una OPA podría ser entendida como interna del emisor, pues trata de su control. Nos parece que lo más razonable es entender que el origen es el que determina su carácter de interno o externo. Este criterio es además el que pareciera estar presente en los casos recién citados.

De acuerdo a lo expuesto y sin perjuicio del criterio que se adopte para distinguir el contenido de la información susceptible de ser considerada como privilegiada, nada impide afirmar que pueda referirse a aserciones en relación al emisor o sus negocios y, en general, a sus valores, sea que provengan de la compañía misma, de un inversionista o de otro agente del mercado. La jurisprudencia administrativa ha dado cuenta de esta amplitud de criterio en los casos referidos.

Dicho esto cabe entrar a examinar las características específicas del concepto conforme su definición legal y jurisprudencial.

En términos generales, existe acuerdo en la doctrina nacional y comparada en que la información privilegiada es aquella que reúne las siguientes características esenciales: (a) que se trate de información concreta, (b) que la información no se encuentre divulgada en el mercado, y (c) que la información sea relevante para la determinación del precio de los valores a que se refiere o estén a ella relacionados.

En ese mismo sentido se ha pronunciado la jurisprudencia administrativa sosteniendo en resoluciones exentas números 306 y 307, ambas de fecha 6 de julio de 2007, entre otras, que para que una información pueda ser calificada legalmente como privilegiada, es necesario que reúna copulativamente los siguientes tres requisitos: 1) que se refiera a los emisores, valores o negocios de los mismos, 2) que no haya sido divulgada y, 3) que sea de naturaleza tal que pueda influir en la cotización de los valores. Lo mismo sucede en la Resolución Exenta 229 de 14 de abril de 2011.

De esta manera los criterios que debe reunir la información son:

- a) Concreción: si bien el Art. 164 no exige expresamente que se trate de información concreta, esta es una exigencia implícita en la descripción legal, toda vez que para hacer verosímil el acceso a información ésta tiene que referirse a hechos susceptibles de ser identificados como tales. La Superintendencia de Valores y Seguros así lo entiende, cuando trata como requisito de la información su referencia a hechos determinados sobre el emisor, sus valores o negocios. Es innegable que todos los casos analizados se refieren a hechos concretos y cumplen, de ese modo, este requisito.
- b) Ausencia de divulgación: el Art. 164 exige que se trate de información “no divulgada al mercado”. Basta con que esta información sea publicada por algún medio idóneo para dejar de ser considerada como privilegiada, no siendo necesario como sí lo era antes de la reforma de 1994, ser divulgada por medios “oficiales”. Así por ejemplo, en el denominado caso Schwager el argumento de la defensa acerca de haberse divulgado la información relativa al término del contrato con ENAP por medio de la prensa, no fue rechazada por su falta de idoneidad como medio para ser divulgada la información, sino por la influencia independiente de la información proporcionada directamente

por el emisor. Según parte de la doctrina, los criterios de divulgación deben encontrarse en la “accesibilidad de la información por el agente medio del mercado de valores, es decir, recurriendo a las posibilidades de acceso de un inversionista juicioso”²¹⁶. Todos los casos analizados tratan la información privilegiada como información aún no divulgada al mercado.

- c) **Relevancia:** este requisito se refiere a la idoneidad de la información para influir en la cotización de las acciones. Parte de la doctrina remarca la objetividad del criterio legal, poniendo énfasis en que la capacidad de influencia de la información en el precio de los valores debe explicarse en virtud de su “naturaleza”, entendiéndola como una “exigencia de estricta relevancia causal que admite una refutación mediante consideraciones ex-post”²¹⁷. Sin perjuicio de eso, la jurisprudencia ha sido enfática en sostener que su idoneidad es independiente de la influencia efectiva que la información haya tenido en la cotización de las acciones una vez divulgada. Así ha sido sostenido por la SVS en el caso LAN, resolución que señala que “Conforme a la normativa vigente, para que una información sea catalogada de privilegiada, debe ser idónea para afectar la cotización de los valores a que se refiere, esto es, que por su naturaleza tenga la aptitud, capacidad o potencialidad de influir en ella (...) Por ello, no se requiere –como ha sostenido la defensa– que efectivamente se vea afectada la cotización de los valores una vez que la información se divulgue. (...) basta que objetivamente haya podido influir”²¹⁸. Idéntico razonamiento fue expuesto por la SVS en las resoluciones condenatorias números 308 de 6 de julio de 2007, 659, 660, 661 y 662 de 27 de diciembre de 2007, y 527, 528 y 529 de 18 de agosto de 2008.

Es precisamente este requisito el que más ha generado debate en los fallos analizados. Constituyendo una defensa importante de los sujetos investigados, que ha obligado a la SVS a hacerse cargo de argumentar fuertemente cuándo y bajo qué circunstancias se debe entender que cierta información es o no relevante.

Esta discusión es menos intensa en los casos en que se trata de información reservada o referida a decisiones de inversionistas institucionales, debido a que

²¹⁶ URQUIAGA, FRANCISCO. Nuevos deberes informativos y precisiones en torno al concepto de información privilegiada en el contexto de la ley que perfecciona el gobierno corporativo en empresas privadas. U. Revista Actualidad Jurídica N° 22, Julio 2010. Universidad del Desarrollo. Págs 181 y ss. [En línea] <<http://www.pfeffer.cl/nuevos-deberes-informativos-y-precisiones-en-torno-al-concepto-de-informacion-privilegiada/>> [consulta 22 abril 2012]

²¹⁷ BASCUÑÁN RODRÍGUEZ, ANTONIO, La regulación de información en el mercado de valores después de ley 20.382. En Gobiernos Corporativos. Aspectos esenciales de las reformas a su regulación. Lexis Nexis. Santiago, 2011. p. 93.

²¹⁸ Considerando 11° de la Resolución Exenta 306 (sanción a Sebastián Piñera) y considerando 8° de la Resolución Exenta 307 (sanción a Juan Cueto), ambas de 6 de julio d2 2007.

como se verá, al parecer en estos casos la consideración de la relevancia es innecesaria por tratarse de hipótesis especiales.

La información reservada se encuentra regulada en el artículo 10 de la Ley 18.045, cuyo inciso tercero señala:

“Con la aprobación de las tres cuartas partes de los directores en ejercicio podrá darse el carácter de reservado a ciertos hechos o antecedentes que se refieran a negociaciones aún pendientes que al conocerse puedan perjudicar el interés social. Tratándose de emisores no administrados por un directorio u otro órgano colegiado, la decisión de reserva debe ser tomada por todos los administradores.”

En el fondo, siempre que concurren los requisitos específicamente regulados y con el objeto de no perjudicar el interés social, la ley faculta al emisor para darle el carácter de reservado a cierta información respecto de la cual existe naturalmente un deber de divulgación.

Para algunos autores toda información debe satisfacer los criterios de concreción, ausencia de divulgación y relevancia antes expuestos²¹⁹, sin embargo para otros el artículo 164 de la ley 18.045 contempla tres hipótesis distintas: una hipótesis general regulada en la primera parte del inciso primero y dos hipótesis especiales de prohibición, la primera de ellas referida a la “información reservada”, regulada en la parte final del inciso primero, y la segunda referida a la información sobre decisiones de inversión de “inversionistas institucionales”, regulada en el inciso segundo de la misma disposición²²⁰.

Para estos últimos autores las dos hipótesis especiales se caracterizan por prescindir de la consideración a la relevancia de la información para calificarla de privilegiada. En el fondo, como señala Pfeffer, la información reservada y la que se tiene sobre operaciones a realizar por un inversionista institucional son “siempre” privilegiadas²²¹. Esta es por lo demás la manera de darle utilidad al establecimiento de dos hipótesis especiales por parte del legislador, pues de otro modo, esto es, requiriendo el requisito de relevancia a las hipótesis especiales, éstas ya estarían comprendidas dentro de la hipótesis general y amplia de la primera parte del inciso primero del artículo 164, transformándose entonces en meras reiteraciones.

La jurisprudencia coincide con esta postura. En efecto, los casos sancionados mediante resoluciones exentas 335 de 4 de mayo de 2005 y 229 de 11 de abril de 2011, se refieren precisamente a hipótesis de uso de información reservada. En el primero de ellos se sancionó al señor Víctor Bezanilla Saavedra por las opera-

²¹⁹ Ver PRADO, ARTURO. Op. Cit. (n. 148). p. 245; y ALCALDE, ENRIQUE. Op.Cit. (n. 3). p. 17.

²²⁰ Ver SALAH, MARÍA AGNES. Op. Cit. (n. 9), p. 216; PFEFFER, FRANCISCO. A propósito de una Sentencia sobre uso de Información Privilegiada. Revista Actualidad Jurídica, n. 15, (Enero 2007) Universidad del Desarrollo. pp. 255-296; y BASCUÑAN, ANTONIO (n. 217). p. 93

²²¹ PFEFFER, FRANCISCO. Op.Cit (n. 220). p. 8.

ciones con acciones Besalco a través de la sociedad Inversiones Don Víctor S.A., en pleno conocimiento de las negociaciones entre Besalco S.A., sociedad de la cual era Director, y el Grupo Abertis con el objeto de vender dos concesionarias de las que era titular la primera. Esta negociación había sido informada como hecho reservado a la SVS, con anterioridad a la ejecución de las operaciones impugnadas.

Es interesante destacar que si bien el fallo consigna el hecho de haber reportado utilidades las operaciones consignadas y, en ese sentido, haber tenido la información reservada un impacto efectivo en la cotización de las acciones cuando aquella se hizo pública, no parece un elemento esencial en la fundamentación de la procedencia de la sanción. Pareciera que el elemento clave es más bien la constatación de tratarse de información de carácter reservada. Luego de referirse al deber de no adquirir valores en posesión de información privilegiada, en el considerando conclusivo, el fallo señala:

“Que, en atención a lo expuesto, se desprende que la Sociedad de Inversiones Don Víctor vulneró lo dispuesto en el artículo 165 de la ley 18.045 (...). En relación a lo expresado por el artículo 164 de esa misma ley, que indica que: “se entiende por información privilegiada cualquier información referida a uno o varios emisores de valores, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos, no divulgada al mercado y cuyo conocimiento, por su naturaleza, sea capaz de influir en la cotización de los valores emitidos, como asimismo, **la información reservada a que se refiere el artículo 10 de esta ley** [énfasis transcrito]”, toda vez que dicha sociedad realizó adquisiciones de acciones Besalco S.A. durante el período en que se encontraba vigente un hecho reservado.”²²²

Como se aprecia, en el momento de referirse a la información utilizada en infracción del deber legal, a la Superintendencia de Valores y Seguros pareciera bastarle el sólo hecho de tratarse de información reservada, independientemente de si ésta tenía la capacidad de influir en la cotización de las acciones. En todo caso no se puede descartar completamente de la lectura del fallo que el hecho de haber efectivamente influido en la cotización de las acciones haya simplificado la labor de persecución y sobre esa base el juzgador haya omitido referencias a la relevancia.

El segundo caso es mucho más claro a este respecto. Mediante Resolución Exenta Número 229 de 11 de abril de 2011, la Superintendencia de Valores y Seguros sancionó al señor Felipe Lyon Ramírez por haber adquirido acciones Soquicom estando en desarrollo las negociaciones para concretar una fusión entre las compañías Soquimich Comercial S.A. y Anagra S.A. informado como hecho reservado. El fallo condenatorio consignó:

²²² Considerando 5° de la Resolución Exenta 335, de 4 de mayo de 2005.

“Por consiguiente, la disposición legal citada distingue dos categorías de información privilegiada. Por una parte, la información privilegiada propiamente tal, que se configura por la reunión copulativa de los siguientes requisitos: a) que se refiera a los emisores, valores, o negocios de los mismos; b) que no haya sido divulgada; c) que sea de naturaleza tal que pueda influir la cotización de los valores. En segundo término, se entiende en carácter de privilegiada la información referida en el artículo 10 de la Ley N° 18.045, esto es, aquella que es calificada en tal carácter por acuerdo del directorio de la respectiva sociedad tratándose de ciertos hechos o antecedentes que se refieren a negociaciones pendientes que de conocerse puedan perjudicar el interés social (...). Debe considerarse, que con fecha 27 de febrero de 2008, SQMC remitió a este Servicio el Hecho Reservado que daba cuenta de las negociaciones llevadas a cabo entre dicha sociedad y Anagra S.A. destinadas a concretar la fusión por incorporación de la segunda, junto al acuerdo de suscripción del MOU para tal efecto, acordándose calificar esos hechos en carácter de reservados por la unanimidad del directorio. Dicha calificación de reserva se mantuvo hasta el 7 de enero de 2009, fecha en la que SQMC informó como Hecho Esencial la existencia de las señaladas negociaciones y el acuerdo de suscripción del MOU, oportunidad en que se levantó la reserva de dicha información. Por otra parte, consta que la compra de acciones SOQUICOM por parte del Sr. Lyon se verificó el 11 de junio de 2008, momento en el cual las negociaciones llevadas a cabo entre SQMC y Anagra S.A. se mantenían en carácter de reservadas, estando reconocido tanto por parte de dichas sociedades como por parte del Sr. Lyon su conocimiento y participación en dichas negociaciones. Considerando lo expuesto, no cabe sino concluir el carácter de información privilegiada que revestían las negociaciones mantenidas entre SQMC y Anagra S.A. destinadas a concretar la fusión de dichas sociedades y el acuerdo de suscripción del MOU para tal efecto, bajo la segunda hipótesis contempladas en el artículo 164 de la Ley N° 18.045, esto es, información reservada calificada como tal según términos del artículo 10 de la Ley N° 18.045”²²³.

Obsérvese que de acuerdo a este fallo existirían dos tipos distintos de información privilegiada, uno propiamente tal contemplado en la primera parte del inciso primero del artículo 164 y otra especial contemplada en la segunda parte del mismo inciso. La diferencia radicaría esencialmente en que sólo en la primera hipótesis se requeriría la concurrencia de los requisitos de no divulgación y de relevancia, mientras que la segunda, otorgada la calificación de reservada, se entiende privilegiada por el sólo ministerio de la ley.

Incluso más, el fallo se encarga de demostrar que la información era efectivamente relevante en el sentido de afectar la cotización de las acciones y que no había sido divulgada al mercado, pero aclara ese ejercicio sosteniendo:

²²³ Considerandos 7° y 8° de la Resolución Exenta 229, de 14 de abril de 2011.

“Que, sin perjuicio de que las consideraciones expuestas en el apartado anterior son suficientes para estimar que las negociaciones llevadas a cabo entre SQMC y Anagra S.A., destinadas a lograr una fusión por incorporación de la segunda, junto al acuerdo de suscripción del MOU para tal efecto, son constitutivas de información privilegiada por tratarse de hechos reservados al amparo de la segunda hipótesis del artículo 164 de la Ley N° 18.045, también es posible calificar en carácter de privilegiada dicha información si su análisis se efectúa al tenor de la primera de la hipótesis que establece la señalada disposición legal, –referida a la llamada información privilegiada propiamente tal–, por cumplirse todos y cada uno de los requisitos que la ley establece para ello.”²²⁴

En definitiva, para la SVS tratándose de información reservada parece ser irrelevante la aptitud para afectar el valor de las acciones, pues por el solo hecho de ser reservada tendría esa información el carácter de privilegiada. Se trataría, también para la SVS, de un tipo especial distinto al contemplado en el inciso primero del artículo 164 y en tal sentido bastaría su calificación como tal.

Es importante destacar en esta parte que el carácter de reservada de la información ha sido también utilizado jurisprudencialmente como elemento interpretativo para calificar como relevante cierta información. En el caso conocido como Schwager, la SVS funda el carácter de privilegiada de la información consistente en el término de un acuerdo con ENAP, en el hecho de haberle dado el carácter de reservada a la negociación del acuerdo y el carácter de esencial a su firma, concluyendo que “su terminación o suspensión (del acuerdo) no podía sino habersele dado un carácter similar e informado al mercado y a este Servicio en tales términos”²²⁵.

Así la calificación de reservada de la información pareciera cumplir una doble función. Por un lado, en cuanto a prescindir de la relevancia como requisito para calificar la información de privilegiada, y por otro como criterio interpretativo para calificar de relevante un tipo de información que se encuentre ligada a un hecho que ha sido calificado previamente como reservado (lo que ocurre en el caso Schwager).

La segunda de las hipótesis especiales de prohibición y característica fundamental del artículo 164 de la ley 18.045, como hemos dicho, es la referida a las operaciones en uso de información de inversionistas institucionales.

De acuerdo a la redacción actual de este artículo, la información de inversionistas institucionales puede referirse a decisiones de adquisición o enajenación, incluyendo aceptaciones de ofertas, pero también a decisiones de mantención de sus carteras en los casos de rechazo de ofertas específicas²²⁶.

²²⁴ Considerando 9° de la Resolución Exenta 229, de 14 de abril de 2011.

²²⁵ Considerando 7° de la Resolución Exenta 253, de 9 de junio de 2006.

²²⁶ Amplitud dada por la modificación a la ley 18.045 sobre Mercado de Valores introducida por la ley 20.382 de 2009.

La jurisprudencia administrativa sólo conoce casos de información relativa a adquisición o enajenación de valores a realizar por un inversionista institucional. Así sucede en los cuatro casos que a continuación se analizarán, los que culminaron en la dictación de siete resoluciones condenatorias.

El primero de esos casos concluyó con la dictación de las resoluciones exentas 185, 186 y 187 todas de 31 de julio de 2006, mediante las cuales se sancionó a diversos ejecutivos (Gerente General, Gerente Comercial y Gerente de Inversiones) de AFP Protección S.A. quienes en conocimiento del estudio para la adquisición de la acción Security Holding S.A. y posterior decisión de compra por parte del inversionista institucional, adquirieron para sí, mediante sociedades de su propiedad, acciones de dicho emisor. Es interesante consignar que en estas tres resoluciones la sanción de la SVS se fundó en el conocimiento de la información y en la mantención de la vigencia de la orden de compra para sí cuando se tomó conocimiento de la decisión de adquisición del inversionista institucional, sin hacer referencias a la no divulgación de la información ni a su relevancia.

Mediante resoluciones exentas 432 y 433 ambas de 22 de septiembre de 2004 la SVS sancionó a dos ejecutivos de dos inversionistas institucionales distintos por usar información referida a adquisición y enajenación de valores de esos inversionistas. El primero de ellos ejercía el cargo de Subgerente de Inversiones de Euroamérica y el segundo el de Jefe de Mesa de Dinero de la Compañía de Seguros de Vida La Construcción S.A. Del estudio del comportamiento de las acciones Aguas-A y La Polar, la SVS advirtió que los ejecutivos compraron acciones Aguas-A y compraron y vendieron acciones La Polar en el mismo momento en que lo hacían los inversionistas institucionales a los que estaban relacionados. A diferencia de los tres casos anteriores, en éstos la SVS aplicó la presunción de acceso del artículo 166 de la ley 18.045, inciso tercero letra c) relativa a los dependientes que trabajan bajo la dirección o supervisión directa de los directores, gerentes, administradores o liquidadores del emisor o inversionista institucional. Por otro lado, en el mismo sentido de las decisiones precedentes, éstas tampoco se encargaron de acreditar los requisitos de no divulgación y relevancia de la información. Yendo más allá, ambas resoluciones exentas consignaron al respecto:

“Que, el inciso 2º del artículo 164 de la Ley 18.045 sobre Mercado de Valores señala que se entiende por información privilegiada, la que se tiene de la adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores, información que don Juan Pablo Cofré Dougnac [César Santander Contador, en la segunda de esas resoluciones] poseía en virtud de su cargo, tanto en el caso de las acciones Aguas-A como en La Polar”.²²⁷

²²⁷ Considerandos 10º de las resoluciones exentas 432 y 433, ambas de 22 de septiembre de 2004.

La Resolución Exenta 433, citada, haciéndose cargo de un argumento de la defensa acerca de la irrelevancia de las operaciones en la cotización de las acciones, continuó en el mismo sentido:

“La circunstancia de que las compras efectuadas por Euroamérica no hayan representado un porcentaje importante de la colocación de acciones La Polar y que la venta de esas acciones hayan representado un porcentaje mínimo de las transacciones realizadas el día en que se materializó dicha operación, no excluye la aplicación de la norma, la que limita su accionar por el sólo hecho de poseer información sobre la adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional, no importando si la participación del mismo haya sido relevante o no (...).”²²⁸

Luego, mediante Resolución Exenta 597 de 25 de septiembre de 2009, la SVS sancionó al Gerente de Mesa de Dinero de Euroamérica Corredores de Bolsa por recomendar la adquisición de acciones Madeco encontrándose en conocimiento de la orden de venta entregada por Larraín Vial AGF a Euroamérica para adquirir una suma importante de las mismas acciones. En este caso la SVS aplicó la presunción contemplada en el inciso tercero letra d) del artículo 166 de la ley 18.045 y volvió a sostener la misma tesis acerca de la innecesaria concurrencia del requisito de relevancia para que la información que se tiene de un inversionista institucional constituya información privilegiada. El fallo señala:

“Que, la circunstancia que la venta por Larraín Vial AGF no haya sido significativa no obsta a su calificación como información privilegiada, ni para la configuración de las infracciones del artículo 165 de la Ley N° 18.045, desde que la información sobre las operaciones de adquisición o enajenación de valores a ser realizadas por un inversionista institucional al tenor de la definición del inciso segundo del artículo 164 de la citada ley, no atiende a los volúmenes ni montos transados, o si éstas resultan relevantes para el mercado, sino a la calidad del agente (inversionista institucional) que realiza la inversión”.²²⁹

Como se aprecia de los fallos comentados, tratándose de información de inversionistas institucionales la SVS también prescinde de consideraciones acerca de su relevancia para influir en la cotización de los valores a la hora de considerarla como privilegiada.

En el último de los casos analizados, resuelto mediante Resolución Exenta 414 de 13 de julio de 2010, se impuso sanción de multa a dos ejecutivos de Euroamérica Corredores de Bolsa (Gerente General y Gerente de Inversiones), por comprar para sí y luego vender acciones que comprarían para Euramérica Compañía de Seguros de Vida S.A. La discusión en este caso se concentró en la existencia o no de genuina información –a lo que ya nos referimos en párrafos

²²⁸ Considerando 13° letra b) de la Resolución Exenta 432, de 22 de septiembre de 2004.

²²⁹ Considerando 6° letra e) de la Resolución Exenta 597, de 25 de septiembre de 2009.

anteriores – y, por tanto, de la aplicación o no de la presunción de acceso. Si bien la defensa no esgrimió –según se puede apreciar del fallo– de manera clara y directa la falta de relevancia de la información para desacreditar la infracción²³⁰, sí adujo la circunstancia de haberse realizado las operaciones a precio de mercado y en baja magnitud. La SVS señaló al respecto:

“Que en cuanto a la configuración de la hipótesis de uso de información privilegiada vigente en la fecha de las operaciones analizadas, tanto al tenor literal de dicha norma, establecida en el artículo 165 de la Ley N° 18.045, que define al sujeto activo como “cualquier persona...”, y el artículo 164, que la define como “cualquier información referida a uno o varios emisores de valores, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos...”; como el bien protegido, referido al correcto funcionamiento del mercado de capitales, particularmente respecto del trato igualitario a los inversionistas en sus decisiones de inversión, permiten concluir que no existen distinciones legales que limiten el origen de la información sólo a terceros, o que su esfera de protección se oriente sólo al interés individual del titular de un derecho de propiedad, y no al interés colectivo del derecho de todos los partícipes del mercado de capitales de contar con la misma información para adoptar sus decisiones de inversión”²³¹.

Como se aprecia, la SVS nuevamente da cuenta de la prescindencia de la relevancia para calificar la información de privilegiada cuando ésta proviene de decisiones de inversión de un inversionista institucional. Además, es importante notar que el fallo de la SVS demuestra cómo en el contexto de la aplicación de la ley ésta contribuye a delimitar sus alcances y objetivos incluso sobre aspectos discutidos desde el punto de vista de política legislativa²³².

Pues bien, de lo expuesto hasta aquí es posible sostener que tras la reforma al derogado artículo 13, la jurisprudencia administrativa ha dado aplicación a la ampliación del contenido de la información cuyo uso se prohíbe, ampliando el espectro también a información externa a la sociedad, y ha considerado que las hipótesis de información reservada y de información sobre decisiones de inversionistas institucionales son independientes de las consideraciones relativas a su relevancia en la cotización de los valores de que se trate.

²³⁰ Lo que resulta lógico si se considera que en ese caso la defensa problematizó antes que todo la existencia de información.

²³¹ Considerando 7° de Resolución Exenta 414, de 13 de julio de 2010. Este considerando fue transcrito al comienzo de este apartado a propósito de la discusión acerca de qué intenciones o decisiones constitutivas de información o, a lo menos, de información para los efectos de la aplicación de la prohibición, deben provenir de terceros. Reiteramos la transcripción para efectos de orden.

²³² Recuérdense que uno de los aspectos más discutidos acerca de regular o liberalizar el uso de información privilegiada. Ver *supra* punto I.2.2. La cuestión acerca de regular o no.

Así las cosas, es posible sostener que la SVS ha desplegado una importante labor interpretativa en relación a la determinación del contenido, requisitos e hipótesis de información privilegiada reguladas por el legislador, contribuyendo en la práctica persecutoria a revisar el alcance de la regulación legal.

2.4 SANCIONES APLICADAS

Desde la dictación de la Ley 18.045 sobre Mercado de Valores, la aplicación de sanciones administrativas a quienes incurrieran en infracciones de esta ley quedó en manos de la Superintendencia de Valores y Seguros y lo que el Decreto Ley 3.538 dispusiera al efecto.

El texto originario del Decreto Ley 3.538, vigente a partir de diciembre de 1980, dispuso mediante sus artículos 27 y 28 que las sociedades anónimas y las personas o entidades diversas de las organizadas como sociedades anónimas, pero sujetas a la fiscalización o supervisión de la Superintendencia, que incurrieren en infracciones a las leyes, reglamentos, estatutos y demás normas que las rigieran, o en incumplimiento de las instrucciones y órdenes que les impartiera la Superintendencia, podrían ser objeto de la aplicación por ésta, sin perjuicio de las establecidas específicamente en otros cuerpos legales o reglamentarios, de una o más de las siguientes sanciones:

- 1) Censura;
- 2) Multa a beneficio fiscal, hasta por un monto global por entidad o persona equivalente a 1.000 unidades de fomento. En el caso de tratarse de infracciones reiteradas de la misma naturaleza, podrá aplicarse una multa de hasta cinco veces el monto máximo antes expresado; y
- 3) Revocación de la autorización de existencia de la sociedad.

En el caso de las sanciones señaladas en los números 1) y 2) éstas podrían ser aplicadas a la sociedad, directores, gerentes, dependientes o inspectores de cuentas o liquidadores, según lo determinara la Superintendencia.

El artículo 142 número 9) de la ley 18.046 sobre Sociedades Anónimas, modificó algunos pasajes del artículo 29 del DL 3538, estableciendo que sin perjuicio de lo dispuesto por los artículos 27 y 28, la SVS al aplicar una multa podría a su elección fijar el monto de acuerdo a los límites en ellos establecidos o hasta en un 30% del valor de la emisión u operación irregular.

El artículo 13 de la Ley 18045, el mismo que según hemos dicho establecía el deber de reserva en virtud del cual se aplicaban las sanciones a las hipótesis de uso de información privilegiada con anterioridad a la reforma del año 1994, reglón seguido sujetó a los infractores de dicho deber a una “obligación de reintegro” a la caja social de toda utilidad que hubieran obtenido a través de la transacción de valores de la sociedad.

Fue esta obligación de reintegro precisamente el único aspecto modificado por la reforma del año 1994 a la Ley de Mercado de Valores, en relación a sanciones. Tal reforma cambió al beneficiario del reintegro, de modo tal que dejó de ser la sociedad involucrada para pasar a serlo directamente el Fisco cuando no hubiere otro perjudicado.

El régimen de multas descrito hasta aquí tuvo su segunda modificación sólo con ocasión de la dictación de la Ley 19.705 sobre Oferta Pública de Adquisición de Acciones y Gobiernos Corporativos, del año 2000, la que modificando algunos aspectos del Decreto Ley 3.538 dispuso un cambio cuantitativo al régimen de sanciones de las infracciones de leyes sobre Mercado de Valores.

Este cambio consistió en el aumento del límite máximo de la multa a beneficio fiscal global por entidad o persona, de UF 1.000 a UF 15.000, manteniendo en todo caso la posibilidad de aplicar hasta cinco veces el máximo de la multa para casos de reiteración de infracciones de la misma naturaleza.

La Ley 19.705 incorporó, además, un aspecto interesante al establecer criterios legales para la determinación de la multa. Dispuso esta ley que la multa se determinaría apreciando fundadamente la gravedad y las consecuencias del hecho, la capacidad económica del infractor y si éste hubiere cometido otras infracciones de cualquier naturaleza en los últimos 24 meses.

De ahí en más, no se produjeron modificaciones legales relativas al régimen de sanciones. Las novedades se dieron, más bien, por vía jurisprudencial.

La novedad más relevante a este respecto la incorporó la jurisprudencia del caso Piñera, al diferenciar, en dos diversas, las infracciones derivadas del uso de información privilegiada, por un lado, y las infracciones al deber de abstención, por otro. La tesis interpretativa de dicha jurisprudencia tuvo repercusiones fundamentalmente a nivel de tipicidad²³³, pero también las tuvo a nivel de determinación de la sanción. Sin embargo, el interesante criterio incorporado por esa jurisprudencia no tuvo sobre esto último la capacidad de prolongarse en el tiempo que sí tuvo en aquella.

Esta última circunstancia comprueba una conclusión que adelantaremos: sobre determinación de multa, la jurisprudencia carece de criterios claros y coherentes en el tiempo. Sin embargo, veremos que a lo menos a nivel de fundamentación demuestra una evolución más o menos constante.

De acuerdo al devenir del sistema de sanciones sobre uso de información privilegiada descrito más arriba, es posible dividir la jurisprudencia en tres etapas. Valga la prevención de que estas etapas no implican, como se desprende de lo dicho anteriormente, la existencia de tres momentos con características unívocas y coherentes.

²³³ Ver *supra* capítulo 5.2.2. sobre tipos constitutivos de infracción por uso de información privilegiada.

a) **Primera Etapa:** comprende el período de tiempo que media entre la vigencia del antiguo artículo 13 a la reforma del año 1994.

En esta primera etapa se dictaron cinco resoluciones condenatorias a Directores y Gerentes por infringir la prohibición de reserva impuesta por el artículo 13 en su redacción original. Todas tienen la característica común de carecer de una descripción del caso y de una fundamentación acabada de la decisión.

Se puede, sin embargo, hacer algunas consideraciones sobre aspectos relevantes de los fallos. A continuación haremos referencia al monto de las multas, la base de cálculo sobre la que se hizo o pudo hacerse el cálculo de ella, detalles sobre la aplicación de la obligación de reintegro, y conjuntamente la relación o falta de relación entre el beneficiado por la operación perseguida y el infractor sancionado, todos aspectos consustanciales a las sanciones y que nos permiten ir demarcando sus características.

1. Monto de multas:

Las multas cursadas durante este período van desde las UF 70 como mínimo y a UF 1000 como máximo.

2. Base de cálculo:

En este período parece no existir un criterio que haya servido de base de cálculo de la multa y que pueda entregar al efecto alguna certidumbre acerca de la determinación de su cuantía. Apuntemos que la insuficiencia en la fundamentación de estos fallos no colabora en el examen de su coherencia.

La revisión de los dos primeros casos confirma lo anterior. Éstos se refieren a un mismo caso en el que mediante Resolución Exenta N° 23 y 24 de 4 de febrero de 1988 se impone una sanción de UF 100 y otra sanción de UF 200 a cada persona ¿cuál es el fundamento de esta diferencia?

Se observa que los casos presentan, por un lado, diversa magnitud de la operación impugnada, pudiendo ser ésta la justificación de la diferencia. Sin embargo, la magnitud del segundo caso triplica la del primero, mientras que la multa sólo la duplica, de modo que de ser este criterio cuantitativo el criterio que funda la sanción, el fallo tendría desde ya un problema de cálculo.

En todo caso la mera constatación de las diferencias en las magnitudes de las operaciones no reflejan necesariamente las diferencias en los beneficios obtenidos de ambas operaciones, de modo que si éste –el beneficio obtenido– fuera el criterio para determinar la cuantía, tal como lo sería en jurisprudencia sucesiva, la sentencia condenatoria adolecería, además, de un error metodológico.

Por otro lado, ambos casos presentan una diferencia relativa a los hechos sancionados. El segundo caso comprende aparentemente, la sanción por contravenir también el artículo 12 de la Ley 18.045 y la Circular N° 585 de la SVS por no haber informado la adquisición de acciones dada su posición. Si este criterio cua-

litativo fuera el criterio decisor; entonces el fallo tendría ahora una incoherencia externa, pues el tercer fallo de esta etapa (Resolución Exenta 3 de 9 de enero de 1990) comprende una sanción por un hecho de las mismas características, pero sancionado con multa de UF 70. Si esta nueva diferencia estuviera dada por la diferencia, a su vez, de las magnitudes de ambos casos (ya no en el mismo caso citado), entonces se comprueba la falta de coherencia interna de los fallos anteriores y el error de cálculo advertido en los párrafos anteriores.

Se confirma la falta de un criterio claro al analizar el cuarto caso de esta etapa, pues en éste (sancionado mediante Resolución Exenta 82 de 11 de junio de 1991) se impone una multa de UF 200 por la infracción al artículo 13, que es la misma hipótesis del primer caso donde la multa fue UF 100. Este fallo, eso sí, tiene la virtud de consagrar no tan sólo la magnitud de la adquisición de las acciones adquiridas, sino también el precio de venta, y con ello el monto de la utilidad obtenida por el infractor. Relacionando multa y beneficio se obtiene que la primera equivale al 103,2% del segundo. No podríamos sostener que la multa fue el resultado de un cálculo deliberado y razonado del sancionador; pero sí que a lo menos es coincidente con la fórmula que hacia el final de la segunda etapa, como veremos, se transformará en una de las formas regulares de calcular la multa: (beneficio) + (recargo).

3. Obligación de reintegro y relación entre beneficiado y sancionado:

El artículo 13 de la Ley 18.045 establecía que quienes hubieran actuado en contravención al deber de reserva, debían devolver a la caja social toda utilidad que hubieren obtenido a través de transacciones de valores de la sociedad.

Pues bien, se constata que en ninguno de los casos analizados la Superintendencia de Valores y Seguros ordenó el reintegro de la utilidad a la caja social de la sociedad cuyos valores fueron transados, pese a disponerlo así la ley.

Por otro lado los últimos dos fallos analizados en este apartado (Resolución Exenta 82 de 11 de junio de 1991 y Resolución Exenta N° 181 de 24 de octubre de 1991) tienen la particularidad de sancionar a personas que no resultaron beneficiadas directamente con las operaciones impugnadas.

En efecto, en el primero de ellos se sancionó a un ejecutivo de Chilgener S.A. por adquirir acciones para sus hijos en conocimiento de la suscripción de un contrato de compra y venta de energía con la sociedad “Distribuidora Chilectra Metropolitana S.A.”.

En el segundo caso, los infractores fueron los Directores y el Gerente General de la sociedad al facultar a éste último, en uso de información reservada, a vender un porcentaje de las acciones IANSA fijando un precio mínimo de venta igual o superior al cual se pretendía comprar las acciones IANSA a SUCDEN (empresa con la cual se estaba en negociaciones), haciendo obtener ventajas económicas a la sociedad que dirigían. La sanción, sin embargo, no recayó sobre la

sociedad sino sobre las personas naturales involucradas, con expresa prohibición de pagarse la multa con fondos sociales. La decisión de la SVS está amparada en lo dispuesto en los artículos 27 y 28 del Decreto Ley 3.538 vigente a esa fecha, llamando la atención la decisión de excluir la sanción a la sociedad anónima beneficiada a través de la actuación de sus representantes y ejecutivos. La explicación de esta diferenciación pueda encontrarse, principalmente en el segundo de estos casos²³⁴, especulando acerca del bien jurídico protegido por la prohibición legal o, a lo menos, de la interpretación jurisprudencial acerca del bien jurídico protegido por la ley. Es coherente con la decisión de la SVS, tener al cumplimiento o respeto de deberes de orden fiduciario como bien jurídico protegido antes que la protección a la igualdad en el acceso de información en el mercado. Abona esta tesis la existencia de una obligación legal de reintegro de los beneficios obtenidos en la operación sancionada a la caja social y la inexistencia de sanciones directas a las sociedades beneficiadas con operaciones en uso de información privilegiada, existiendo legalmente la posibilidad.

Otro aspecto que llama la atención del último fallo comentado es el hecho de haber sancionado la Superintendencia de Valores y Seguros a los Directores y Gerente General solidariamente. Esto constituye una condena inédita, que no ha vuelto a ocurrir en la historia jurisprudencial sobre la materia y que no tiene asidero en la legislación vigente a la fecha.

b) Segunda Etapa: esta comprende el período de tiempo que media entre la reforma del año 1994 y la jurisprudencia del caso LAN el año 2007.

En esta segunda etapa se dictaron quince fallos condenatorios por infracción a los artículos 164 y 165 de la Ley 18.045, incorporados por la reforma del año 1994. Como cuestión general, estos fallos se caracterizan por tener una fundamentación mucho más acabada que las del período anterior y, en específico, por incorporar algunos criterios adicionales en relación a la aplicación de las multas.

1. Monto de multas:

En este período las multas cursadas van desde UF 100 a UF 100.000.

2. Base de cálculo

En este segundo período tampoco existe un criterio determinado y claro para la determinación de la multa. De hecho, observando la cuantía de éstas, se aprecia que el rango de las sanciones en este período es muy amplio. Sin embargo, analizando los distintos casos es posible sostener que en este período asistimos a una incipiente estandarización y racionalización de las sanciones impuestas.

²³⁴ En el primero de ellos puede haber exclusión por no haber infringido los beneficiados necesariamente una prohibición sobre uso de información privilegiada, aun cuando nada se dice en el fallo en análisis.

Esta estandarización se aprecia en el análisis de fallos sobre casos distintos (lo que antes hemos llamado “coherencia externa” de los fallos), pero sobretudo y de manera tangible al analizar las diversas sanciones impuestas en un mismo caso, ya sea que los infractores fueran sancionados en una misma sentencia judicial o en dos o más diversas (lo que antes hemos llamado “coherencia interna” de los fallos).

La racionalización, por su parte, se aprecia de manera concreta especialmente en aquellos casos en que se aplica una misma multa como sanción a casos diversos bajo hipótesis de hecho similares, y en aquellos casos en que se aplican multas distintas en un mismo caso con infractores bajo hipótesis diversas. Llamamos racionalización al ejercicio judicial de hacer estas diferencias invocando fundamentos de alguna manera plausibles.

La estandarización de las multas se observa desde ya en los tres primeros casos de esta etapa. En el primero de ellos (Resoluciones Exentas 157 y 158 de 5 de julio de 1996) se aplicó una multa de UF 1.000 por infracción a lo prevenido en los artículos 164 y 165 de la Ley 18045. Por la misma infracción se aplicó la misma multa a los tres sujetos sancionados en Resoluciones Exentas N° 185, 186 y 187 de 31 de julio de 1996 y a los siete sujetos sancionados en el caso del “Banco Chile” mediante Resolución Exenta N° 166 de 8 de mayo de 2001.

Esta estandarización también se observa en los siguientes tres casos de esta etapa, en los que se aplicó a todos una sanción de multa de UF 200. Así fue para los dos sancionados en el caso “FASA” mediante Resoluciones Exentas 131 y 132 de 23 de marzo de 2004, para los dos sancionados en Resoluciones Exentas N° 432 y 433 de 22 de septiembre de 2004 y para el único sancionado en el caso “Besalco”, Resolución Exenta 335 de 4 de mayo de 2005.

En consecuencia, es innegable apreciar cierta coherencia interna de los casos y también, lo que es aún más llamativo, una notoria coherencia con otros casos relativos a la misma infracción. Sin embargo, se constata una diferencia importante entre el primer grupo de casos y el segundo. Esta diferencia es bastante peculiar si se considera que entre ambos grupos de casos no existen importantes diferencias de magnitud de operaciones ni de aplicación de atenuantes, sino más bien existe, de manera apreciable, sólo una diferencia temporal.

¿Cuál será entonces la razón de la diferencia entre ambos grupos de casos?

Como hemos dicho, la diferencia podría estar dada por la divergencia en las magnitudes de las operaciones o en la aplicación de atenuantes, pero la verdad es que ni lo uno ni lo otro se desprende de la lectura de los fallos. En efecto, en relación a lo primero, las magnitudes son diversas y lo son entre todos los casos de ambos grupos, y en relación a lo segundo sólo en el caso Besalco existe una genuina referencia a las atenuantes. La diferencia entre ambos grupos de sanciones pasa tal vez por una implicancia de su diferencia temporal: una distinta dirección del ente regulador.

No es posible ser conclusivos en ese sentido, pero tampoco es posible descartar que el cambio de la persona del Superintendente tenga un impacto en la cuantía de las multas. De hecho, creemos que es razonable pensar que si los cambios de superintendentes tienen un impacto en las políticas de persecución también lo tengan en cuanto a la determinación de la cuantía de las multas.

Hemos dicho que en esta etapa la jurisprudencia tiende a racionalizar la interposición de multas, incorporando criterios para su determinación, aumento o disminución.

En efecto, ya en la segunda sanción del primer caso de esta Segunda Etapa (“Banco Santiago”), luego de sancionar al primer infractor con una multa de UF 3000, la SVS sanciona al segundo infractor con una multa de UF 1000, incorporando en su fallo la siguiente consideración:

“Que no obstante, de aceptarse a don Jaime Mac Pherson Anticevic el no haber participado directamente ni ordenado la compra de las acciones señaladas en el considerando N° 9 para las sociedades señaladas en el considerando N° 10, debió velar, en atención a su participación e interés en esas sociedades y los beneficios que le reportan, que éstas no adquirieran acciones de las cuales tenía información privilegiada (...)”.²³⁵

Este considerando si bien ratifica una infracción a la Ley de Mercado de Valores por uso de información privilegiada y los deberes aparejados a ello, da cuenta de una sofisticación en el razonamiento judicial que probablemente pudo haber impactado en la determinación de la sanción.

En esta línea de argumentación, pero con un razonamiento de mayor claridad el fallo del caso “Besalco” consigna:

“Que, en la ponderación de la sanción contenida en la presente Resolución se ha tenido en consideración los descargos presentados en esta Superintendencia el día 24 de marzo del presente año y todos los antecedentes probatorios adjuntados al expediente, especialmente en lo que dice relación con la circunstancia que su actuación no buscó subjetivamente el aprovechamiento de la información privilegiada de la cual contaba. Este hecho si bien no puede ser tenido en cuenta por este Servicio al momento de aplicar las sanciones que las leyes le obligan imponer, constituye una atenuante a considerar de acuerdo a lo establecido en el inciso segundo del artículo 28 del DL 3538, así como la circunstancia que la Sociedad de Inversiones don Víctor S.A. corrigió a requerimiento de esta Superintendencia la información requerida por el artículo 12 de la Ley 18.045 y la Circular N° 585 de esta Entidad”.²³⁶

²³⁵ Considerando 13° letra d) de la Resolución Exenta 158. de 5 de julio d 1996.

²³⁶ Considerando 9° de la Resolución Exenta 335, de 4 de mayo de 2005.

Estos razonamientos constituyen importantes avances jurisprudenciales, pues explicitan criterios para la determinación de la cuantía de las multas. Sin embargo, dan cuenta de carencias en otros fallos. Así por ejemplo, en los dos casos FASA existen hechos que pudieron haber constituido agravantes por infracción reiterada, contemplada en el número 2) del inciso primero del artículo 28 del DL 3538, pero sin embargo no fue un aspecto considerado por el juzgador, al menos en cuanto debió consignarse en el fallo.

Un aspecto relevante de resaltar en este grupo de casos y como una de las grandes diferencias con las sanciones de lo que acuñamos como primera etapa, es la existencia de sanciones en contra de personas jurídicas. Mediante resoluciones dictadas en los años 1997 y 2005 la SVS sancionó a las empresas Elsesur S.A. y Schwager S.A. A la primera, como parte del denominado caso Chispas, la sancionaron con una multa de UF 100.000 y a la segunda, en caso homónimo, con una multa de UF 4.000.

La primera fue impuesta además de infringir el artículo 165 por infracción a otras dos normas relativas la Ley 18.046 sobre Sociedades Anónimas. Su cuantía, muy por sobre el resto de las sanciones, tiene asidero en lo dispuesto en el artículo 142 número 9) de la ley 18.046 que modificó el artículo 29 del DL 3538, facultando al Superintendente a sancionar de acuerdo a los límites establecidos en la norma o hasta en un 30% del valor de la emisión u operación irregular.

3. Obligación de reintegro y relación entre beneficiado y sancionado:

Tras la reforma del año 1994 a la Ley de Mercado de Valores el beneficiario de la obligación de reintegro pasó de ser la sociedad involucrada a serlo directamente el Fisco cuando no hubiera otro perjudicado.

En el primer fallo de esta segunda etapa de la jurisprudencia, se observa que la Superintendencia aplicó de manera inmediata la nueva normativa, ordenando el reintegro a beneficio fiscal de la utilidad obtenida en la compra y venta de acciones del caso “Banco Santiago” (Resoluciones Exentas 157 y 158), pero sin embargo, no volvió a tener aplicación en ningún otro caso del período.

Sin perjuicio de ello, veremos que con posterioridad el monto del beneficio jugó un rol importante en la determinación de la sanción, al punto de poder concluir que la utilidad obtenida, no obstante la casi nula aplicación de la obligación de reintegro a beneficio fiscal, se recaudó de todas maneras vía determinación de la multa a aplicar. Veremos también que esa forma de operar genera un distorsión en los casos en que los beneficios reportados por la operación con uso de información privilegiada no son percibidos por los infractores de la norma sino por terceros (típicamente la empresa para la cual trabajan).

Un aspecto importante de resaltar en este período es que a diferencia de la primera etapa, existen sanciones tanto a las personas naturales involucradas en la operación impugnada como a las sociedades beneficiadas. Esto pasó especí-

ficamente en el caso “Schwager”, en el que se sancionó a tres ejecutivos y a la sociedad emisora sobre cuyas acciones influyó la información privilegiada utilizada y en el caso Elesur S.A. en que se sanciona a ésta como compañía. Incluso más, tal vez la determinación de la multa a la sociedad estuvo determinada, no explícitamente al menos, por el beneficio obtenido por ésta (o la pérdida evitada, en rigor), corrigiendo de ese modo la distorsión comentada en el párrafo anterior.

También se sancionó a la sociedad beneficiada en el denominado caso Chispas en el que no se condenó a los ejecutivos sino directamente a la compañía Elesur S.A. y nuevamente sin condena expresa de reintegro.

Como se ha esbozado anteriormente, la relación entre sancionado y beneficiado no ha sido siempre directa, en el sentido de identificarse el uno con el otro. En efecto, la relación de identificación es común sólo en aquellos casos en que el infractor sancionado compra acciones para sí o para sociedades relacionadas en uso de información privilegiada. No lo es, por el contrario, cuando el infractor busca el provecho ajeno, mediante la operación con acciones o mediante una recomendación a un tercero. En el único caso de este período en que el beneficiado no coincide con el sancionado, ocurre la primera de esas hipótesis.

Mediante Resolución Exenta Nro. 166 de 8 de mayo de 2001 dictada en el denominado caso Banco de Chile, la SVS sancionó a seis ejecutivos del Grupo Penta, quien a la sazón era el controlador del emisor, que en conocimiento de la intención de compra de acciones Banco de Chile por parte de la sociedad Quiñenco S.A. adquirieron acciones para su grupo con el objeto de consolidar el control de la misma. La SVS en este caso no sancionó a la sociedad beneficiada por la operación sino sólo a los ejecutivos.

c) Tercera Etapa: esta comprende el período de tiempo que media entre la jurisprudencia del caso LAN en el año 2007 y el año 2012.

En esta tercera etapa se dictaron veintidós fallos condenatorios por infracción a los artículos 164 y 165 de la Ley 18.045, incorporados por la reforma del año 1994. Como cuestión general, estos fallos se caracterizan por tener en general una fundamentación más acabada aún que las de los períodos anteriores, por incorporar un tipo especial y estandarizar aún más la cuantía de las multas.

1. Monto de multas:

En este período las multas cursadas van desde UF 50 a UF 19.470.

2. Base de cálculo

En este período se aprecia una mayor estandarización de la cuantía de las multas cursadas por la SVS, en relación a las dos etapas anteriores. Esto sucede particularmente en la primera parte de este período. Hacia el final de ésta, en cambio, se aprecia una menor sistematización en la determinación de la cuantía de las sanciones, al menos en cuanto los criterios para su determinación no se consignan en el fallo ni se explicita la información necesaria para analizarlo.

Cuatro de las primeras cinco sanciones cursadas durante este período, esto es, las sanciones aplicadas mediante las resoluciones exentas números 306 y 307 de 6 de julio de 2007, y 659, 660 y 662 de diciembre de 2007, obedecen a una fórmula común de calcular la sanción, integrada por dos componentes: el beneficio obtenido y un recargo de un porcentaje determinado sobre el beneficio obtenido. La sumatoria de ambos componentes, los que son explicitados en los fallos dando cuenta a su vez de una mayor racionalización, determina la multa final a aplicar.

Así, en las sanciones aplicadas mediante resoluciones exentas 306, 307 y 662 antes referida, las multas ascienden a la sumatoria del beneficio obtenido más un recargo equivalente al 10% del beneficio. En las resoluciones exentas 659 y 660 el recargo equivale aproximadamente al 30% y al 15%, respectivamente. La razón de las diferencias en el porcentaje de recargo no son consignadas en los fallos.

En la Resolución Exenta 661 de diciembre de 2007 y en las siguientes sanciones cursadas mediante resoluciones exentas número 527, 528 y 529 de 18 de agosto de 2008, no se consigna el precio de mercado de las acciones adquiridas en uso de información privilegiada y, por tanto, el monto del beneficio obtenido, con lo cual no es posible determinar si el monto de la sanción obedece a la fórmula anterior. Se debe consignar de todos modos que en las últimas tres resoluciones el monto de las sanciones varió de conformidad a la magnitud de las operaciones y no correspondiendo su cálculo a la segunda fórmula utilizada en este período –que explicaremos a continuación–, es posible que el patrón utilizado para su determinación haya sido la fórmula anterior.

Pues bien, mediante resoluciones exentas 430, 432, 433, 434 y 435 todas de 15 de julio de 2008, la SVS sancionó a diversas personas fijando la multa en un monto fijo de UF 300 y uno variable determinado por el equivalente al 30% del monto de la operación impugnada. Así consignó la SVS mediante comunicado de prensa de fecha 17 de julio de 2008, mediante el cual informó al público la resolución dictada y en lo referente al cálculo de la multa, señaló:

“El monto de todas las multas cursadas fueron fijadas en virtud de lo establecido en los artículos 28 y 29 de la Ley Orgánica de la SVS. En el caso de uso de información privilegiada se contemplan dos elementos: uno es la multa, que se fijó en el 30% de la operación más un piso de 300 UF. El segundo componente corresponde a la estimación del monto de los beneficios percibidos por los infractores con el objeto de que los terceros perjudicados puedan demandar judicialmente las indemnizaciones que correspondan o, si no son reclamados, lo integren en arcas fiscales”.

La determinación de la multa en base al equivalente al 30% de la operación impugnada está amparada en la reforma introducida por el artículo 142 número 9) de la ley 18.046 sobre Sociedades Anónimas, que modificando el artículo 29 del DL 3538, facultó a la Superintendencia a fijar las multas dentro de los límites establecidos en los artículos 27 y 28 del DL 3538 o hasta en un 30% del valor de

la emisión u operación irregular. De la redacción de esta norma pareciera que el legislador pretendió establecer dos posibilidades excluyentes una de la otra, pero sin embargo el Superintendente de la fecha fijó la multa en un 30% de la operación irregular y además fijó una multa base de acuerdo a los artículos 27 y 28 del DL 3538.

En el fondo, si bien las dos fórmulas mencionadas son demostración de cierta tendencia a racionalizar la aplicación de las multas y a estandarizar su cuantía, este ejercicio no estuvo exento de inconsistencias. De hecho, el cambio repentino de criterio puede verse como una de esas inconsistencias. Valga además hacer presente que ambas fórmulas no tuvieron una aplicación que se prolongara en el tiempo, e incluso ambas se asocian más bien a casos específicos. La primera fórmula fue aplicada con ocasión del caso LAN y otras tres resoluciones dictadas en fechas cercanas, mientras que la segunda fórmula fue aplicada exclusivamente, al menos en cuanto se logra apreciar del análisis de los fallos, en el caso de la fallida fusión D&S – Falabella. Si bien ambos grupos de resoluciones fueron dictadas en tiempos distintos, esta vez lo fueron bajo la dirección del mismo Superintendente.

En el segundo grupo de casos mencionado hubo tres sanciones en las que no se aplicó la fórmula antedicha sino que sólo se estableció un monto fijo. Esta vez, sin embargo, más que una inconsistencia se trata de sanciones aplicadas a hipótesis de hecho distintas a las del resto de los casos en los que sí se aplicó la fórmula. Estas tres sanciones se impartieron en contra de personas que revelaron información a terceros y que, en consecuencia, no obtuvieron un beneficio patrimonial directo. Los factores que determinaron la determinación de su cuantía y las diferencias en los montos de esas tres sanciones, de todos modos, no se consiguieron ni se desprenden de los fallos.

De ahí en más la SVS dictó cuatro resoluciones condenatorias en cuatro casos distintos. En ninguno de ellos se aprecia la aplicación de las fórmulas anteriores ni tampoco algún patrón o base de cálculo común en la determinación de las multas.

3. Obligación de reintegro y relación entre beneficiado y sancionado

En ninguno de los casos de este período se observa la aplicación de la obligación de reintegro en favor del Fisco, de no existir otro perjudicado.

Sin embargo, mediante resoluciones exentas 430, 432, 433, 434 y 435 todas de 15 de julio de 2008, la SVS además de imponer una multa, fija el monto de utilidad o beneficio obtenido en la o las operaciones impugnada.

Nótese que la SVS fijó el monto del beneficio sólo en términos declarativos, haciendo uso de la facultad conferida por el artículo 4° letra q) del D.L. N° 3.538 de 1980, el que le permite estimar el monto de los beneficios, expresado en su equivalente en unidades de fomento, que hayan percibido los infractores al Títu-

lo XXI de la ley N° 18.045, señalándolo en la resolución que aplica la sanción²³⁷. Pero nótese también que no ordena su reintegro en arcas fiscales para el caso no haber otro perjudicado, como ordena la ley.

Por su parte, en relación a la correspondencia entre el sancionado y el beneficiado, en este período se pronunciaron cinco resoluciones exentas por medio de las cuales se sancionó a personas que no fueron beneficiadas por las operaciones impugnadas. Cuatro de ellas (resoluciones exentas 429, 431 y 436 de 15 de julio de 2009, del caso Fusión D&S-Falabella, y la resolución exenta 597 de 25 de septiembre de 2009, en el caso Larraín Vial) corresponden a sanciones cursadas por infracción al deber de no revelar a terceros la información privilegiada que tuvieran dada su posición, mientras que una de ellas (resolución exenta 245 de 22 de abril de 2010), en la que se sancionó a dos ejecutivos de AFP Hábitat, corresponde a beneficios radicados en el patrimonio de la sociedad para la cual trabajaban los infractores, la cual quedó sin embargo sin sanción.

En consecuencia, acerca de este ítem, se observa que la jurisprudencia de la SVS no ha colaborado de manera sistemática en proporcionar la claridad y consistencia de la cual carece la regulación legal, en la determinación del monto de las sanciones, de las personas sancionadas ante una infracción y de la aplicación de la obligación de reintegro de los beneficios. Sin perjuicio de ello, se observan esfuerzos por estandarizar el cuántum de las multas, lo que lamentablemente no ha tenido la permanencia deseable, y una creciente racionalización de la interposición de las multas, en el sentido de explicitar las razones de su interposición y las circunstancias que agravan o atenúan la responsabilidad.

²³⁷ De acuerdo al artículo 4° letra q), inciso segundo la SVS en la estimación de los beneficios considerará el precio de mercado promedio ponderado del valor de oferta pública en los 60 días anteriores al de la fecha de las transacciones hechas con información privilegiada.

CONCLUSIONES

El presente estudio, como su título lo indica, tuvo por finalidad analizar cómo ha fiscalizado y sancionado la SVS y bajo qué criterios ha aplicado las respectivas sanciones en lo relativo al uso de información privilegiada. Asimismo, uno de sus objetivos específicos fue establecer si, en tal fiscalización y sanción, ha sido eficaz, en términos de restablecer los fundamentos de un mercado de valores en torno al objetivo de minimizar al máximo un tipo específico de manipulación de mercado como es el uso de información privilegiada, y en concreto, si la normativa existente aplicada por el órgano persecutor se condice con ese objeto.

Antes de entrar a exponer las conclusiones, cabe señalar que la respuesta a lo anterior va a estar en gran medida influenciada por la coherencia, claridad y suficiencia que la ley y los cambios legislativos hayan experimentado en relación a la regulación del uso de información privilegiada.

En este sentido, la respuesta al por qué se castiga el uso de información privilegiada determina (o debiera determinar) la manera en que éste es regulado a nivel legal, y luego sancionado a nivel administrativo. Creemos, en efecto, que la extensión de lo que está prohibido no es independiente del fundamento de la prohibición. En otras palabras, es la razón para castigar lo que condiciona el alcance de lo castigado.

Desde nuestro punto de vista esto último implica, además de una legislación coherente, el desempeño de una adecuada labor interpretativa por parte del órgano administrativo llamado a aplicar la ley, quien además deberá tender, en el ejercicio de su función, a llenar los vacíos que en la práctica fiscalizadora se develen. Dicho de otro modo, la SVS, en tanto órgano de la administración del estado, debe velar porque el objetivo que está detrás de la política pública se cumpla.

Lamentablemente hasta el término del presente estudio, por negativa de la SVS –ratificada por la Corte Suprema en fallo de fecha 06 de mayo de 2013– no fue posible contar con las resoluciones que absolvían a los investigados de

cargos²³⁸. Por lo que el objetivo planteado se restringe a los casos efectivamente sancionados, dejando fuera el examen relativo al criterio preliminar acerca de cuándo y bajo qué supuestos la SVS decide sancionar (o no).

Así las cosas, la primera conclusión que se puede extraer del análisis del control que efectúa la SVS para el “uso de información privilegiada” es que, a nivel administrativo, pese a que la regulación y sanción de esta conducta es de larga data, tanto el nivel de casos investigados como sancionados es bastante bajo en relación a los niveles de transacciones efectuados a diario en el mercado de valores.

Desde la entrada en vigencia de la ley de mercado de valores en el año 1981 a enero de 2012, sólo hay 42 sanciones cursadas de un total de 24 casos investigados, lo que arroja un promedio de menos de 1 caso al año que termina en sanción.

Entre el año 1981 y 1994, durante la vigencia del artículo 13, sólo hay cinco sanciones. Con posterioridad, el aumento se observa a partir del año 2004 en que se concentran la mayor parte de las sanciones cursadas.

Además de ser pocos los casos sancionados, es posible observar que, en general, tanto durante la primera etapa de vigencia de la ley —antes de la reforma de 1994—, como después, no existe una real fundamentación de los fallos, cuestión que cambia recién el año 2005. A partir de esa fecha las resoluciones se encuentran motivadas y señalan concretamente los fundamentos en virtud de los cuales se sostiene la sanción que se está cursando.

En lo que respecta a la claridad de las conductas típicas, es posible concluir que durante la vigencia del artículo 13 en el texto original de la ley, el objetivo no se cumplía a cabalidad, cuestión que a nivel normativo tiene un avance sustantivo a partir de la reforma del año 1994, que sustituye el original artículo 13 de la ley y define lo que se entiende por “información privilegiada”, estableciendo una serie de deberes de reserva y prohibiciones de manera más o menos precisa.

En efecto, en un inicio la extensión del artículo que regulaba el uso de información privilegiada era dudosa. No existía claridad en cuanto a los sujetos destinatarios de la norma, ni en cuanto al tipo y contenido de información respecto de la cual se ordenaba la reserva y la prohibición de uso. Además parecía restrin-

²³⁸ No tuvimos acceso a la totalidad de casos debido a la negativa de la SVS de entregar un listado de los casos investigados, pero que no arribaron a sanción, por entender que entregarlos, además de constituir una infracción al principio de inocencia, afectaba los derechos comerciales de terceros (causal de secreto o reserva del Artículo 21 N° 2 de la ley 20.285, sobre acceso a la información pública). Argumento desechado por el Consejo de Transparencia y por la Ilustrísima Corte de Apelaciones de Santiago, pero acogido por la Excelentísima Corte Suprema. Sentencia Rol 9363-2012 dictada por la Tercera Sala de la Corte Suprema con fecha 06 de mayo de 2013.

gir su ámbito de aplicación a lo estrictamente societario, de tal modo que dejaba fuera a cualquier sujeto que no ocupara un cargo directivo en la empresa, estableciendo como sanción la devolución de las utilidades obtenidas a la caja social.

Para poder aclarar el contenido y alcance del artículo 13, y con ello dar cuenta de su carácter extensivo, la SVS emite el año 1987 un dictamen (Oficio Circular N° 2506) que aclaraba tres puntos fundamentales: i) asimilaba el concepto de información reservada al de privilegiada; ii) extendía la prohibición de uso a aquellas personas que en razón de su cargo o posición tuvieran acceso a información de la sociedad y de sus negocios, sin restringirlo a directores, administradores o gerentes, definiendo qué debía entenderse por cargo y por posición; y iii) expresamente señalaba que eran contrarias a la ley todas aquellas transacciones efectuadas por terceros que hubiesen usufructuado de información privilegiada proporcionada por personas relacionadas, interna o externamente, con la sociedad y sus negocios.

A nivel normativo el escenario cambia considerablemente a partir de la reforma mencionada. Sin embargo, pese a que tanto los sujetos sobre los cuales pesan los deberes y prohibiciones, como los deberes específicos y los diferentes tipos de información privilegiada tienen una claridad normativa que antes no existía, ello no se refleja a cabalidad a nivel sancionatorio. Hasta el año 2004 el número de casos sancionados es tan sólo siete. Además, hasta esa fecha los sujetos sancionados siguen siendo sólo personas que ocupan cargos directivos, pese a que el alcance de los deberes y prohibiciones es mayor, y ello ha sido reconocido por la propia entidad de control.

Por otro lado, pese al avance descrito y a que el número de casos a partir del año 2004 aumenta, a esa fecha aún subsisten ciertas dudas relativas a los requisitos que se exigen para estar en una u otra hipótesis típica, principalmente en lo que respecta a la delimitación entre hipótesis de infracción al deber de abstención y uso. Cuestión que la SVS en el año 2007 se hace cargo de esclarecer, distinguiendo ambos supuestos de infracción, lo que, a nivel de culpabilidad, tiene consecuencias relevantes, sobre todo en lo que respecta a la infracción al deber de abstención de realizar transacciones en posesión de información privilegiada, en que la culpa se configura por el conocimiento de la prohibición y su posterior contravención.

Así, se constató, luego de la revisión de la totalidad de sanciones cursadas, que la manera en que se interpreta la normativa aplicable, por muy clara que ésta sea, está de algún modo determinada por la manera en que, en general, se entienda la institución en estudio al momento de su aplicación.

Como se anticipó, la repuesta a la pregunta del por qué se prohíbe el uso de información privilegiada va a determinar la manera en que se respondan las demás preguntas: ¿A qué sujetos sancionamos?, ¿qué requisitos exigimos para sancionarlos?, ¿qué información vamos a entender que reúne el carácter de pri-

vilegiada?, ¿cuál es la entidad de la multa que aplicamos? A partir del examen de estos cuatro tópicos analizamos el cumplimiento del objetivo planteado.

El rol de la doctrina para estos efectos es de gran importancia, pues a través de lo estudiado, hemos constatado que ésta de alguna manera ha influido en la forma en que se ha dado repuesta a lo primero (¿por qué sancionamos?), y por ende, ha determinado también la forma en que se ha respondido lo segundo (¿cómo sancionamos?).

En cuanto a los sujetos sancionados, la legislación chilena, a diferencia de la regulación europea, establece “géneros de personas” sobre las cuales pesan los deberes y prohibiciones de la norma examinada, lo que se demuestra por la referencia del artículo 165, que en su inicio dispone: “[c]ualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación con el respectivo emisor de valores o con las personas señaladas en el artículo siguiente, posea información privilegiada deberá (...)”.

De esta manera, siguiendo el modelo norteamericano, la determinación concreta de los sujetos sobre los cuales pesan los deberes y prohibiciones del artículo 165 y siguientes de la ley 18.045 se verifica por el órgano correspondiente, caso a caso, al aplicar la normativa en cuestión. En dicha labor de interpretación, el artículo 166 es particularmente útil pues, al contemplar un listado de personas respecto de las cuales se presume tienen acceso a información, permite incorporar a una serie de sujetos dentro de los destinatarios de las normas de conducta descritas en el artículo 165.

En esta labor interpretativa, la SVS ha estimado de manera consistente que los sujetos merecedores de sanción son aquellos que se encuentran en una posición determinada frente al emisor de valores en virtud de una función, oficio o relación, y solo excepcionalmente, cierta clase de iniciados secundarios que tienen un vínculo muy cercano con un iniciado primario que hace presumir, de manera grave y precisa, que ha recibido dicha información con pleno conocimiento de su carácter de privilegiada.

A la luz del examen de los casos sancionados es posible concluir que nuestra jurisprudencia administrativa ha entendido que el factor de conexión “relación” (más extensivo que el cargo, la posición o la función) debe aplicarse de una manera restringida.

Por otro lado, la casi inexistencia de sanciones para iniciados secundarios puede explicarse también por la dificultad de detección que este tipo de práctica concreta supone y la dificultad probatoria que importa el acreditar que este tipo de personas han tenido efectivamente acceso a determinada información. Por otro, puede ser que de alguna manera, nuestros órganos administrativos están influenciados por la tradición norteamericana y no consideran relevantes –para efectos de sancionar– aquellos casos en que no se han infringido ciertos deberes

de lealtad. Aquí aparece claro que el prisma con el que se mire esta forma particular de abuso de mercado va a influir en la manera en que se interprete la ley y, en consecuencia, se aplique al momento de sancionar. Si se mira desde una perspectiva interna, la cual devela el problema de la agencia, tiene sentido exigir la infracción de determinados deberes para justificar la sanción. Por el contrario, centrados en el problema externo de este tipo de conductas, como atentados a la transparencia y eficiencia del mercado, este requisito debiese ser irrelevante al momento de sancionar, pese a las dificultades probatorias que importa. Teniendo siempre en cuenta que la conducta deberá evidentemente satisfacer el principio de culpabilidad que legitima la imposición de una pena por el reproche y merecimiento de sanción que supone.

En cuanto al tipo de conductas sancionadas, si bien es cierto el artículo 165 de la ley contempla una serie de deberes y prohibiciones, pareciera ser que la SVS no mantiene un criterio uniforme a la hora de aplicar uno u otro supuesto típico. La mayoría de las veces, de hecho, no explicita los requisitos específicos para diferenciar la prohibición de uso del deber de abstención de adquirir valores sobre los cuales posee información privilegiada.

En un inicio, pareciera que la SVS sanciona por “uso” a los iniciados secundarios, y sólo de manera excepcional a los primarios internos institucionales. Pues a diferencia de los primarios internos, respecto de los secundarios, no queda otra opción que suponer que, si han efectuado la operación, lo han hecho usando la información. Ahora, la duda que cabe respecto de los sujetos que están ligados con la empresa es ¿por qué no se aplica la misma lógica respecto de ellos? En ciertos casos el “uso” de la información se puede inferir del contexto de los supuestos de hecho que han rodeado el caso, sin embargo o se señala a secas la infracción al artículo que contempla todas las hipótesis (“infracción al artículo 165”), o se sanciona por infracción al deber de abstención, sin justificar el trato diferenciado.

Hasta la fecha de dictación del fallo del caso Schwager no hay ningún tipo de coherencia ni mayor fundamento en cuanto a los criterios que hacen al juzgador sancionar por una u otra hipótesis típica, siendo muy tenue la división entre aquellos casos en que se sanciona por uso, de aquellos que se sanciona por infracción al deber de abstención de adquirir o enajenar. En otras palabras, al menos hasta el año 2005 no es claro en nuestra jurisprudencia administrativa cuál es el verdadero alcance de cada una de las conductas sancionadas por el artículo 165.

Recién en el año 2005 (resolución Resolución Exenta N° 335 de 4 de mayo de 2005) se formula por primera vez una declaración al respecto, señalando que “la prohibición es de carácter objetiva y a todo evento, y que no requiere ni dolo ni culpa.” Indica la SVS que el “afán especulativo” no es un requisito del tipo infraccional, pues el fin de la norma es la protección de los inversionistas que no tienen acceso a dicha información. Así, su justificación es impedir las asimetrías

de información independiente de la intención que se haya tenido para efectuar la compra. Agrega que tampoco importa si se obtuvieron o no beneficios o si se los maximizó, pues esto sólo es relevante para avaluar el monto de los daños en caso de ejercer el perjudicado una acción civil indemnizatoria. Ello se debe a que la norma apunta a la protección del mercado en general y a que se preserven las sanas prácticas como pauta de comportamiento.

Este fallo constituye un hito importante a nivel de dotar de claridad a la normativa, toda vez que explicita cuál es su objetivo principal, y qué consecuencias se derivan de ello, al menos a un nivel general. Pareciera acá existir una declaración un poco más explícita de los objetivos de la regulación, de acuerdo a lo que, a nuestro juicio, constituyó un cambio de paradigma entre el bien jurídico protegido en la normativa original y el de la actual (post reforma del año 1994). Con todo, hasta ese momento, si bien es cierto se explicitó cuál era la finalidad de la norma, y en este sentido cuál era su alcance genérico, aún no se distinguía entre las distintas hipótesis que ella contemplaba.

Luego, la SVS aclara que además de ser irrelevante la obtención efectiva o maximización de beneficios, lo es también la intención con que se actuó para la compra o venta. Señala la SVS, ante una defensa planteada por el grupo económico Matte, que la habitualidad o no en la compra de las acciones de que se trate, es también irrelevante a efectos del tipo infraccional que hace procedente la imposición de sanciones por uso de información privilegiada.

Con esto, queda absolutamente claro que para la SVS el bien jurídico protegido que pretende amparar la institución objeto de este estudio es la igualdad de la información para todos los agentes que intervienen en el mercado de capitales, en tanto presupuesto del correcto funcionamiento del mismo y que, en consecuencia, la prohibición contenida en el artículo 165 es absoluta, por lo que cualquier argumento relativo a la intencionalidad es irrelevante.

Con el caso LAN (resoluciones exentas N° 306 y 307 de 6 de julio de 2007) la SVS marca un segundo hito muy importante a nivel de la delimitación de las diversas conductas sancionadas por el artículo 165, ya que distingue claramente entre la prohibición de uso y el deber de abstención, señalando que el primero tendría componente subjetivo del que carecería el segundo.

El avance es importante toda vez que define claramente i) el deber de reserva de la información privilegiada como la “confidencialidad de la información que la ley hace pesar sobre cualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación tenga acceso a información privilegiada, teniendo en consecuencia el deber de no divulgar dicha información a terceros ni recomendar transacciones sobre esos valores.”; ii) Prohibición de uso de la información privilegiada como la “referida a la prohibición de quien tenga acceso a información privilegiada, la utilice intencionalmente en beneficio propio y ajeno.”; iii) Deber de abstención o prohibición de adquirir valores en donde la culpabilidad en el

infractor, al tratarse de un deber legal de abstención, queda configurada por el hecho de realizar la conducta prohibida a sabiendas o debiendo saber que la ley se lo prohíbe, sin que sea necesario establecer que actuó con la intención expresa y determinada de ignorarla o infringirla. Señalando en concreto que “en consecuencia, el elemento de culpabilidad del infractor se establece en su falta de diligencia y cuidado al no adoptar medidas de prudencia o precaución que pudieran evitar que incurra en la conducta prohibida” (culpabilidad como conciencia de ilicitud).

Lo importante, además de la definición de cada subtipo infraccional, es que respecto del deber de abstención, la SVS indica que sólo serían causales legales absolutorias el caso fortuito o fuerza mayor, o la concurrencia de alguna causal de justificación, aclarando desde ya que ello en ningún caso importa brindarle tratamiento como si fuese una especie de responsabilidad objetiva.

A partir de ahí se podría concluir que la SVS cumple el objetivo de brindar claridad de las conductas típicas sancionadas, otorgando, por lo demás, criterios importantes en torno a detectar vía jurisprudencial el alcance concreto de la legislación.

Por último, un tercer y último hito en cuanto al tipo de conductas sancionadas se produce los años 2007 y 2009 en que se sanciona por primera y única vez la infracción al deber de reserva en sus dos posibles hipótesis: divulgar la información (*tippee*) y recomendar a un tercero (*tuyautage*) respectivamente.

La divulgación, en el caso “D&S-Falabella”, en que se sanciona a la asesora comunicacional de la posible fusión por divulgar la información a su cónyuge (a quien siendo iniciado secundario se sancionó por uso) y a una de las accionistas controladoras de Falabella por haber hecho lo mismo con su conviviente (a quien también en su calidad de iniciado secundario se sanciona por uso).

La recomendación, mediante Resolución Exenta N° 597 de 25 de septiembre de 2009 en que sanciona la recomendación de adquisición o enajenación de valores (*tuyautage*) al gerente de la mesa de dinero de Euroamérica Corredores de Bolsa S.A., quien en posesión de información sobre la adquisición, enajenación y aceptación o rechazo de ofertas específicas de un inversionista institucional (Larraín Vial AGF), recomienda la ejecución de determinadas operaciones a un tercero y además las ejecuta, infringiendo así también la prohibición de usar la información en provecho de terceros.

Llaman la atención dos cosas. Por un lado, que no se sanciona en este caso al tercero, sin expresar las razones de su exclusión. Suponemos que se debe a que el tercero beneficiado no es quien ejecuta dichas operaciones, sino quien las aprueba, lo que no está expresamente sancionado bajo nuestra normativa. A diferencia del tercero que “recibe” la información privilegiada y luego ordena determinada operación, como podría haber sido el caso de las acciones D&S

Falabella. En tal caso, lo que hay es uso propiamente tal por parte de un *tippe*, hipótesis que estaría sancionada en la prohibición general del inciso primero del artículo 165.

Por otro lado, llama la atención que ésta sea la única sanción que se cursa durante toda la vigencia de la ley por recomendar a un tercero (*tuyautage*) la ejecución de determinada operación.

Así, pareciera ser que, a nivel del tipo de conductas típicas, la práctica sancionatoria brinda criterios de previsibilidad importantes en términos de mostrar una tendencia a reprimir en mayor medida ciertos supuestos infraccionales (deber de abstención y uso) por sobre otros (deber de reserva que impide revelar la información o recomendar la ejecución de determinada operación). Sin embargo, muestra cierta inconsistencia en cuanto a los tipos de sujetos y tipos de conducta que castiga, pues no queda claro aún por qué sanciona por uso a determinados iniciados primarios internos institucionales, y no a otros.

En cuanto a la noción de lo que constituye información privilegiada, ante la carencia de un concepto legal específico y determinado, la delimitación de la información que debe tenerse como privilegiada se ha ido desarrollando a partir de la explicitación legal de sus características, de las modificaciones legales a su regulación y de la interpretación jurisprudencial y doctrinaria de tales características y modificaciones. En este desarrollo la Superintendencia de Valores y Seguros ha tenido un rol importante.

Ese desarrollo nos permite sostener, en primer lugar, que a lo menos desde la entrada en vigencia de la reforma legislativa del año 1994, no existen razones para limitar el contenido de la información susceptible de ser considerada como privilegiada, sino, muy por el contrario, que ésta puede ser –como lo dice el texto expreso de la norma– “cualquier” información acerca de los valores de un emisor. La jurisprudencia de la SVS ha dado cuenta de la amplitud del contenido de la información susceptible de ser privilegiada, considerando como tal tanto la información interna al emisor como aquella proveniente del mercado, reflejándolo incluso en los tres casos inmediatamente posteriores a la entrada en vigencia de la reforma del año 1994.

Así las cosas, es posible afirmar que desde el punto de vista del contenido de la información, cualquier tipo de aseveración relativa a hechos y a intenciones o decisiones de terceros, en cuanto se refiera a valores de un emisor, sin perjuicio de ser ésta información de carácter interna al emisor o proveniente del mercado, es susceptible de ser considerada como privilegiada. Decimos que las intenciones o decisiones constitutivas de información o, a lo menos, de información para los efectos de la aplicación de la prohibición, deben provenir de terceros, pues sería un absurdo si también lo fuera para el agente generador de esa información.

En segundo lugar, desde el punto de vista de las características de la información privilegiada, se concluye que la SVS coincide con la doctrina mayoritaria en el sentido de requerir que la información susceptible de ser considerada como privilegiada debe reunir las características de ser concreta, no divulgada y relevante. Pero además, se observa que la SVS ha colaborado a dotar de contenido esos requisitos, pudiendo afirmar que la información debe ser “concreta” en el sentido de que para hacer verosímil el acceso a información esta tiene que referirse a hechos susceptibles de ser identificados como tales; “no divulgada”, por cualquier medio idóneo y no necesariamente de manera oficial; y “relevante” en el sentido de tener idoneidad para influir en la cotización de las acciones independientemente de la influencia efectiva que la información haya tenido en dicha cotización.

Finalmente, hemos podido observar que el desarrollo jurisprudencial ha sido importante en la función interpretativa acerca de las hipótesis de información privilegiada que contiene el artículo 164 de la ley de Mercado de Valores. Parte importante de la doctrina nacional ha entendido que toda información privilegiada debe necesariamente cumplir las características mencionadas en el párrafo anterior, es decir, ser concreta, no divulgada y relevante, sin asignarle entonces una diferencia sustantiva a las dos hipótesis especiales que regula dicho artículo.

La SVS, sin embargo, ha considerado que las hipótesis de información reservada y de información sobre decisiones de inversionistas institucionales, son independientes de las consideraciones relativas a su relevancia en la cotización de los valores de que se trate.

De ese modo, el artículo 164 de la LMV contemplaría en rigor tres hipótesis distintas de información privilegiada: una hipótesis genérica y amplia, que requiere la concurrencia de los tres requisitos especificados anteriormente para poder calificar la información como privilegiada (primera parte del inciso primero del artículo 164 de la LMV); y dos hipótesis especiales para dos casos concretos, el primero de ellos relativo a la información reservada a que se refiere el artículo 10 de la ley (segunda parte del inciso primero del artículo 164 de la LMV) y, el segundo, a la información sobre decisiones de adquisición, enajenación y aceptación o rechazo de ofertas específicas de un inversionista institucional en el mercado de valores (inciso segundo del artículo 164 de la LMV). Estas dos hipótesis especiales, tienen entonces la particularidad de ser casos de información que, estando comprendida en la hipótesis genérica, el legislador la sustrajo de la regulación general, exceptuándola del requisito de relevancia para calificarla como privilegiada.

En consecuencia, pese al bajo volumen de casos que hemos detectado, se observa que la SVS ha colaborado de manera sustantiva en la interpretación de la regulación, específicamente en relación al alcance del contenido, requisitos e hipótesis de información privilegiada reguladas por el legislador, dando cuenta de un rol activo en la revisión regular del alcance y consistencia de la misma.

En relación al régimen legal de sanciones administrativas para los casos de uso de información privilegiada, podemos concluir que la ley no contempla una normativa especial, quedando regulado por la legislación general del mercado de valores. Ello tiende a generar confusión dada la dualidad contemplada por esta legislación, tanto para la determinación del sujeto destinatario de una sanción de multa como para la determinación del monto de la misma.

De acuerdo a esta normativa, la multa puede ser interpuesta contra la sociedad o la(s) persona(s) natural(es) involucradas y puede determinarse de acuerdo a los límites establecidos en los artículos 27 y 28 del DL 3538 o hasta en un 30% del valor de la emisión u operación irregular. La dificultad está dada probablemente porque la ley no explicita criterios claros y concretos que faciliten la determinación específica de su destinatario y quantum.

Esta dualidad naturalmente no ha contribuido a dar claridad y previsibilidad a la aplicación de la normativa, lo que tampoco ha podido ser reparado en el ámbito de la aplicación de la ley por parte de la SVS. De hecho, se observan casos en los que se ha sancionado a las personas naturales que han actuado por la persona jurídica, otros en los que se sanciona a la persona jurídica sin sancionar a las personas naturales involucradas y casos en los que se sanciona tanto a las personas naturales como las jurídicas, sin esgrimir razones en ninguno de los casos que justifiquen la exclusión o inclusión respectivamente. En relación a la determinación del quantum de la sanción, la realidad no es distinta, pues se observa una enorme dispersión en sus montos.

Adicionalmente, se puede concluir que la prescindencia del beneficio o utilidad obtenida como factor relevante en la determinación de la sanción, puede tender a una aplicación ineficiente del régimen sanciones, pues en el caso de ser éstas menores que los beneficios reportados por las infracciones se proporciona un incentivo económico a vulnerar la normativa.

A este respecto, se debe acotar que la SVS incorporó, de forma esporádica, este factor como criterio relevante para la determinación de la sanción, hacia el final de lo que hemos denominado “segunda etapa”, calculando la multa en consecuencia a partir del beneficio obtenido por la infracción, más un porcentaje determinado de recargo.

En los fallos de la segunda (1994-2007) y tercera etapa (2007-2012) se observa una creciente estandarización y racionalización en la determinación de las multas, y una sofisticación en el razonamiento judicial, especialmente en esta última etapa en el sentido de explicitar las razones de su interposición y las circunstancias que agravan o atenúan la responsabilidad. Esta tendencia, en cualquier caso, no logró proporcionar una base de cálculo claramente determinada y coherente, existiendo ello sólo en casos aislados y sin continuación.

Tal vez las normas sobre sanción no han ido al ritmo de las modificaciones y la extensión que sí ha habido en relación al círculo de sujetos destinatarios de la prohibición, a los diversos tipos infraccionales y al contenido y tipos de información. La mantención de la obligación de reintegro con posterioridad a la reforma del año 1994, es una demostración inequívoca de esta disonancia.

En ese sentido, podemos afirmar que la normativa general sobre sanciones al Mercado de Valores no es suficiente para cubrir la especificidad de la regulación actual sobre uso de información privilegiada.

El marco legal relativo a las multas administrativas es, en consecuencia, confuso, pues contempla dos alternativas tanto para la determinación del sujeto destinatario de la sanción de multa como para la determinación del monto de la misma, sin contener criterios o parámetros claros que tiendan a estandarizarlas. Se aprecia que la SVS sólo ha tenido esfuerzos esporádicos en ese sentido, siendo incapaz de proporcionar en el tiempo coherencia y consistencia en la aplicación de las multas.

En definitiva, advertimos que la reforma del año 1994 implicó de alguna manera un cambio de paradigma en relación al objeto de protección de la ley, mudando desde la protección de los accionistas de las sociedades emisoras a la protección general de los inversionistas en el mercado de valores y, por tanto, de la existencia de una relación fiduciaria como criterio determinante para la prohibición, a la existencia de abuso de una situación de asimetría de información como elemento esencial para la imposición de la sanción.

Este cambio se ha visto reflejado a nivel de la determinación de los sujetos destinatarios de la prohibición en la extensión del campo de destinatarios de la prohibición, incluyendo a personas que carecen de relación fiduciaria con el emisor de los valores de que se trate. Por su parte, a nivel de la determinación de los deberes y prohibiciones contenidos en la ley, se ha visto reflejado en la amplitud del catálogo de conductas típicas, incluyendo supuestos en los cuales no existe el vínculo fiduciario mencionado, disponiendo inclusive sanciones penales sin exigir una cualidad determinada del sujeto. A nivel de la determinación de lo que se debe entender por información privilegiada, se ha visto reflejado en el tipo y contenido de información susceptible de ser considerada como privilegiada, y en el establecimiento de hipótesis especiales de información privilegiada independientes de la calificación de su relevancia para influir en la cotización de los valores. A nivel de sanción se ve reflejado, de modo inequívoco, en el cambio de destinación del beneficio obtenido en una operación con uso de información privilegiada, dejando de lado el reintegro a la caja social –claro indicio de que el objeto de protección de la ley era entonces la sociedad emisora y sus accionistas– para pasar a serlo directamente el perjudicado o, si no hubiera, el Fisco, demostración inequívoca de que el objeto de protección de la ley con posterioridad a la reforma del año 1994, son los inversionistas y el mercado en general..

Este cambio de paradigma, que en principio se ve reflejado en las reformas legislativas analizadas, se ha visto reconocido y complementado por el ejercicio de persecución que la SVS en su rol supervisor ha desarrollado, colaborando de ese modo progresivamente en el esclarecimiento del alcance y contenido de la legislación.

Sin embargo, pese a que existe tal reconocimiento, nuestra entidad de control no ha actuado en consonancia a ello. Ésta ha mantenido una postura más bien conservadora a la hora de perseguir las infracciones, pues dada la amplitud que contempla la ley, vista como se ha explicado en esta memoria, tanto en relación al círculo de destinatarios, los diversos deberes y prohibiciones, y el contenido y tipos de la información, aspectos que ella misma ha reconocido, la SVS no la ha aplicado en su real magnitud.

En algunos casos esto podría explicarse por la dificultad probatoria que conlleva la labor persecutora, considerando especialmente el ámbito en el que se desarrolla la actividad y la especificidad de la materia. En nuestra opinión, es deseable dotar al órgano persecutor de mayores facultades o atribuciones investigativas, lo que en cualquier caso debe ir aparejado de debidos controles a dicha labor, explicitando legalmente las garantías procesales de los regulados y, eventualmente, realizar reestructuraciones orgánicas en las que se separe las funciones investigativas de las sancionatorias.

En otros casos, sin embargo, como ocurre en la persecución del deber de abstención, en que de acuerdo a lo declarado por la misma SVS basta la mera contravención, tales dificultades probatorias no existen y, pese a ello no ha desplegado una labor persecutora acabada o extensa.

En consecuencia, para efectos de velar por la transparencia en el mercado de valores y propender a disminuir las asimetrías de información, creemos que la SVS debe mantener la labor persecutora, pero intensificar su actividad en proporción al aumento, fortalecimiento y relevancia del mercado, utilizando la amplitud que creemos tiene la legislación nacional, tanto en relación al círculo de destinatarios de la prohibición, como de los diversos deberes y prohibiciones, y el contenido y tipos de información susceptible de ser privilegiada.

BIBLIOGRAFÍA

- AGUERREA, PEDRO. El estatuto constitucional de las penas. Su aplicación a las sanciones administrativas conforme a los antecedentes de la comisión de estudio de la nueva Constitución. En Sanciones Administrativas y Derechos Fundamentales, Academia de Derecho. Universidad Santo Tomás. 2005.
- ALCALDE, ENRIQUE. Uso de Información Privilegiada: algunas consideraciones sobre el sentido y alcance de la prohibición en relación con su sujeto, objeto y sanción. Revista Chilena de Derecho. vol. 27, N° 1. (Enero-Marzo 2000)
- ALLEN FLANKLIN y GALE DOUGLAS. Stock-Price Manipulation. The Review of Financial Studies. 1992.
- Comparative Financial Systems: A Survey. Pennsylvania. 2001.
- ALONSO, ALDO; LEGATO, ANA y VALETUTTO, MARIANO. Información y Volatilidad en el Mercado Financiero. Información Tecnológica. vol.17, n.5. 2006.
- ARAGONÉS, JOSÉ y MASCAREÑAS, JUAN. La eficiencia y el equilibrio en los mercados de capital. Universidad Complutense de Madrid. Madrid. 1994.
- ARRAU, PATRICIO. El Mercado de Capitales Chileno: Un Necesario Big-Bang Para el Crecimiento. En: ¿Que hacer ahora?: propuestas para el desarrollo. CEP Chile. 2001.
- BAENA, NURIA. La Regulación del Abuso de Mercado en Europa y Estados Unidos. Dirección de Estudios. Comisión Nacional de Mercado de Valores. Madrid. 2002.
- BASCUÑÁN RODRÍGUEZ, ANTONIO. La regulación de información en el mercado de valores después de ley 20.382. En: Gobiernos Corporativos. Aspectos esenciales de las reformas a su regulación. Lexis Nexis. Santiago. 2011.
- CARLTON, DENNIS y FISCHER, DANIEL. The Regulation of Insider Trading. Stanford Law Review. vol. 35, n.5. 1983.
- CEPAL. Financiamiento para el desarrollo: América Latina desde una perspectiva comparada. ECLAC Publicaciones. 2006.
- COASE, RONALD. El problema del costo social. The Journal of Law and Economics. (Octubre 1960). Traducción publicada en revista CEP N° 45. 1991.
- COMERTING-FORDE, CAROLE y PUTININS, TALIS. Measuring Closing Price Manipulation. Australia. 2007.

- COX, HILLMAN y LANGEVORT. *Securities Regulation: Cases and materials*. Aspen, New York. 2006
- COX, JAMES; HILLMAN, ROBERT y LANGEVOORT, DONALD. *Securities Regulation, cases and materials*.
- CURY URZÚA, ENRIQUE. *Derecho Penal, Parte General. Tomo I. Editorial Jurídica de Chile*. Santiago, 1982.
- DEMIRGUC, KUNT y LEVINE. *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-country Comparison of Banks, Markets, and Development*. The MIT Press. 2001.
- Financial contagion. *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, vol. 108(1). (Febrero 2000)
- GARCÍA, MARÍA NIEVES. Ética, equidad y normas de conducta en los mercados de valores: la regulación del abuso de mercado. *Revista ética y economía*. n. 823. (Junio 2005) Madrid.
- GIESZE, CRAIG. Análisis económico de la Información Privilegiada en el Mercado de Valores ¿justicia ineficiente?. *Revista Chilena de Derecho*. vol. 26, n. 4 (Octubre-Diciembre 1999)
- GÓMEZ INIESTA, DIEGO. *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores* McGraw-Hill, Madrid. 1997.
- GREGOIRE, JORGE y ZURITA, SALVADOR. *Información y Mercado de Capitales. Estudios de Economía*. Departamento de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas de la Universidad de Chile. Santiago. 1993.
- GROSVENOR, PETER. *Enron and the Economics of Corporate Governance*. Department of Economics Stanford University. Stanford. 2003.
- HASKELL, E. LIVINGSTON. *Disclose-or-Abstain without Restraint: The Supreme Court Misses the Mark on Rule 14e-3 in the United States v. O'Hagan*. *Wash. & Lee Law Review*. 1998.
- HERNANDEZ, HÉCTOR. *Perspectiva del derecho penal económico en Chile*. *Revista Persona y Sociedad*. Vol. XIX, n. 1. 2005.
- HORVITZ, MARÍA INÉS y LÓPEZ, JULIÁN. *Derecho Procesal Penal, Tomo I. Editorial Jurídica de Chile*, Santiago. 2007
- HOTZ, ROBERT y BENJAMIN, JAMES. *Rule 10b5-1 and criminal insider trading cases*. *New York Law Journal*. Vol. 23, n. 68. (Abril 2004)
- HUNG, LENG-CHIA. *Securities Markets—A Place to Get Rich Quick or a Quicksand Going Straight to Jail? The “Mens Rea” Required for Insider Trading Criminal Liability*. *National Taiwan University Law Review*, vol. 5:2. 2010.
- KELLEY y THOMPSON. *Corporations and other Business Associations: Cases and Materials (casebook Series)*. Aspen, 5ta ed. New York. 2006.
- KLIMKO, JUSTIN G. *The Sarbanes Oxley Act. Possible Impact on privately held companies*. *Michigan Bar Journal*. Michigan. 2004.
- LARRAIN, GUILLERMO y LARRAIN, MATÍAS. *Hacia una reforma de la institucionalidad financiera en Chile*. Documento de trabajo N° 12. Facultad de Gobierno Universidad del Desarrollo. (Diciembre 2010)

- LEFORT, FERNANDO. Aspectos generales de la autorregulación del mercado de valores y su aplicación al mercado de capitales chileno. Serie Documentos de Trabajo, Superintendencia de AFP. Santiago. 2005.
- LEVMORE, SAUL. Securities and Secrets: Insider Trading and the Law of Contracts. *Virginia Law Review*. Vol. 68, n. 1 (1983-1984).
- LÓPEZ, ADRIANA. Introducción a la regulación de valores en Estados Unidos. *Revista Mercatoria*. Vol. 7, n. 2. 2008.
- MANKIW, GREGORY. Principios de Economía. McGraw-Hill. 2 ed. Madrid. 2002.
- MANNE, HENRY. Insider Trading and the Stock Market. New York: The Free Press. 1966.
- Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog that Did Not Bark*. *Journal of Corporation Law*. vol. 31, n. 1. 2005. Virginia.
- MARTINEZ, JOSÉ ANTONIO y CALVO, JOSÉ LUIS. Banca y Mercados Financiero. Tirant lo Blanch, Valencia. 2012
- MASCAREÑAS, JUAN. Introducción a las Finanzas Corporativas. Universidad Complutense de Madrid, Madrid. 2007.
- NOVOA, RAÚL y NOVOA, GABRIELA. Derecho del Mercado de Capitales, Ed. Jurídica de Chile, Chile. 1997.
- NUÑEZ PLAZA, MARÍA LUISA. La información privilegiada en el mercado de valores. Tesis. Universidad Adolfo Ibáñez, 1998.
- PFEFFER, FRANCISCO. A propósito de una Sentencia sobre uso de Información Privilegiada. *Revista Actualidad Jurídica* N°15. Universidad del Desarrollo. (Enero 2007)
- Nuevos deberes informativos y precisiones en torno al concepto de información privilegiada en el contexto de la ley que perfecciona el gobierno corporativo en empresas privadas. Universidad del Desarrollo. *Revista Actualidad Jurídica* N° 22. Santiago. 2010.
- PRADO, ARTURO. Acerca del concepto de información privilegiada en el mercado de valores chileno: su alcance, contenido y límites. *Revista Chilena de Derecho*. Sección estudios. vol. 30, N° 2. 2003.
- RAMÍREZ, VANESSA y YÁÑEZ, GUILLERMO. Información en los Estados Financieros y Períodos de Blackout: Evidencia para Chile. Serie Documentos de Trabajo, Superintendencia de Valores y Seguros. Documento de Trabajo N° 10. Santiago. 2010.
- RIED, JOSÉ MIGUEL. Fundamentos de la prohibición del uso de la información privilegiada en Chile: una visión crítica. *Revista Chilena de Derecho*. Santiago. 2004.
- ROXIN, CLAUS. Derecho Penal, Parte General. Tomo I. Civitas, Madrid. 1997.
- SALAH, MARÍA AGNES. Responsabilidad por uso de información privilegiada en el mercado de valores. Lexis Nexis, Santiago. 2004
- SHAPIRO, SUSAN. Agency Theory. *Annual Review of Sociology*, Vol. 31, n. 1. 2005.
- STIGLITZ, JOSEPH E. La economía del sector público. 2ª Ed. Columbia University, New York. 2003.
- El papel del gobierno en el desarrollo económico. *Revista Cuadernos de Economía*. vol. XVIII, n. 30. Bogotá. 1999

- La economía del sector público. Columbia University. New York. 2000
- SWOBODA CARLOS. La hipótesis del Random Walk en el Mercado de Valores de Argentina. Periodo 1992-2000.
- VÁSQUEZ PALMA, MARÍA FERNANDA. Caso Lan y uso de información privilegiada: un análisis de la correcta delimitación de las infracciones legales. *Ius et Praxis*. vol.16, n.2. 2010.
- VEGA GUTIÉRREZ, JOSÉ ZAMYR. Mercado de Valores en Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursátil: “Insider Trading”. Edisofer. Madrid. 2013.
- WHITE, LYNN. Securities Regulations –The Disclose or Abstain Rule– Tippee Liability. *Tennessee Law Review*. N° 51. (1983-1984).
- WORMALD, GUILLERMO y BRIEBA, DANIEL. La Bolsa de Comercio de Santiago de Chile: un análisis institucional. En: Proyecto de investigación comparativo *Institutions and Development*. Working Paper Series Princeton University. 2006.
- ZYSMAN JOHN. Governments, Markets, and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change. Cornell University Press. 2006.

ABREVIATURAS

BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht u Oficina Supervisor Federal de Comercio de Valores
CEE	Comunidad Económica Europea
CECA	Comunidad Europea del Carbón y del Acero
CNMV	Comisión Nacional de Mercado de Valores de España
CPR	Constitución Política de la República
CSSF	Comité de Superintendentes del Sector Financiero
DL	Decreto Ley
EURATOM	Comunidad Europea de la Energía Atómica
FECUS	Ficha Técnica Codificada Uniforme
FSA	Financial Services Authority
FSMA	Financial Services and Markets Act
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
ITSA	Insider Trading Sanction Act
ITSFEA	Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act
LMV	Ley del Mercado de Valores
LSE	London Stock Exchange
NCG	Norma de Carácter General
NSMIA	National Securities Markets Improvement Act
NYSE	Bolsa de Valores de Nueva York
OPA	Oferta pública de adquisición de acciones
SEA	Securities Exchange Act
SEC	Security and Exchange Commission
SOA o SOX	Ley Sarbanes-Oxley
SVS	Superintendencia de Valores y Seguros
UE	Unión Europea
UF	Unidad de fomento
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz

