

USO DE INFORMACION PRIVILEGIADA:  
ALGUNAS CONSIDERACIONES SOBRE EL SENTIDO  
Y ALCANCE DE LA PROHIBICION EN RELACION  
CON SU SUJETO, OBJETO Y SANCION

*Enrique Alcalde Rodríguez*

Profesor de Derecho Civil de la Facultad de Derecho  
de la Pontificia Universidad Católica de Chile

INTRODUCCION

Según tuvimos oportunidad de expresar en un trabajo anterior<sup>1</sup>, la evidente idolatría por el pragmatismo que actualmente impera en diversos ambientes de nuestra sociedad, en ocasiones conduce a prescindir, casi de manera dogmática, de todo intento o vocación por comprender los fundamentos de las propuestas que, en aras de tal culto a “lo práctico”, se formulan procurando dar solución a los denominados problemas “reales”.

En el medio jurídico, que desde luego no ha permanecido ajeno a este tipo de embates, no es extraño ver cómo en ocasiones se invocan, prescindiendo de su real contenido y efectos, conceptos cuyo solo nombre parece otorgar “patente de corso” para configurar atropellos a los principios que, paradójica y precisamente informan esas mismas nociones. Entre aquellas, sin duda, se encuentra la del “Orden Público Económico”, la cual, presentada en ocasiones con contornos vagos e imprecisos, se esgrime como argumento para justificar la total o parcial abolición de tales principios<sup>2</sup>.

En estas páginas pretendemos compartir algunas consideraciones que nos merece el tema relativo al uso de información privilegiada, materia sobre la cual algunas autoridades regulatorias suelen tender el manto del “interés público” o del “bien superior” de la sociedad y el “mercado”, sin reparar en el hecho de que con ello, más que arrojar luces en el asunto, muchas veces se logra oscurecer y ocultar el verdadero sentido y alcance de esta institución.

En particular, nos proponemos precisar el alcance y extensión de esta prohibición tanto en lo que se refiere a los sujetos destinatarios de la misma, como en relación con su objeto o contenido, reservando también algunas líneas para referirnos a ciertos aspectos de las sanciones que corresponde aplicar en el caso de contravención de los preceptos atinentes al tema.

A fin de situarnos en el marco legal preciso que nos interesa, adelantemos que nuestro análisis se centrará, preferentemente, en dos disposiciones de la Ley sobre Mercado de Valores (Ley N° 18.045), a saber, sus artículos 164 y 165.

<sup>1</sup> ALCALDE R., Enrique. “La Personalidad Jurídica y el Poder Sancionador de la Administración”. Revista “Actualidad Jurídica”, Facultad de Derecho, Universidad del Desarrollo, Año I, N° 1, enero 2000, pág. 183.

<sup>2</sup> En este contexto, cabe señalar que “el concepto de orden público económico que consideró el constituyente dice relación claramente con los derechos de las personas frente al Estado y jamás podría convertirse en un medio para impedirles e imponerles condiciones, exigencias y cortapisas fundadas en consideraciones administrativas discrecionales” (el destacado es nuestro). FELIÚ S., Olga, “El Ejercicio de la libertad económica y las facultades de los organismos antimonopolios”, Revista “Actualidad Jurídica”, Facultad de Derecho, Universidad del Desarrollo, Año I, N° 1, enero 2000, pág. 83.

El primero de los citados previene que: "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 o 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 tiene de las operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores."

La segunda disposición aludida expresa que: "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.

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 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 provengan del cliente, sin asesoría ni recomendación del corredor.

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."

Las normas recién transcritas forman parte del Título XXI de la Ley sobre Mercado de Valores, cuyos preceptos fueron incorporados mediante las modificaciones que a este cuerpo legal introdujo la Ley N° 19.301.

De acuerdo con lo expresado por el Superintendente de Valores y Seguros durante la correspondiente tramitación legislativa, la normativa que nos ocupa aborda la materia persiguiendo los siguientes cinco objetivos fundamentales:

- a) Precisar lo que se entiende por información privilegiada;
- b) Evitar la discriminación del distinto grado de información en que participan los distintos actores del mercado;
- c) Impedir el uso indebido de la misma;
- d) Propender a una mayor transparencia del mercado de valores, y
- e) Aplicar drásticas sanciones por el uso indebido de la misma."<sup>3</sup>

Según se verá más tarde, la exposición que la propia autoridad hiciera respecto de los objetivos que inspiran las disposiciones propuestas, resultan de especial relevancia a la hora de interpretar su sentido y, por lo mismo, para los efectos de determinar su aplicabilidad a los supuestos que se examinarán en estas notas.

#### SUJETOS PASIVOS DE LA OBLIGACION

En la legislación comparada se advierten básicamente dos criterios de aproximación al tema enunciado. Por una parte, encontramos la tesis imperante en sistemas como el norteamer-

<sup>3</sup> Acta Sesión del Senado N° 18, de 14.12.93.

ricano, inspirado en un criterio subjetivista, que sanciona a quien infringe la prohibición cuando este se hallaba vinculado por un deber de lealtad o fidelidad (relación fiduciaria) con la sociedad emisora de los correspondientes títulos o valores<sup>4</sup>. No obstante, este criterio esencialmente restrictivo se ha ampliado posteriormente, a través de la adopción de la *misappropriation theory*, llegando a considerar sujeto pasivo de la obligación a personas que, aun careciendo de una relación de confianza con la sociedad, se han apropiado indebidamente de la correspondiente información<sup>5</sup>.

En el otro extremo, nos hallamos ante un criterio objetivista, dominante en legislaciones europeas, el cual prescinde de la naturaleza o carácter de la relación existente entre quien se sirve de la información y la sociedad a que ella se refiere, poniendo el énfasis en las características que posee la información misma cuyo aprovechamiento o divulgación constituye el objeto de la prohibición.

Ahora bien, analizada la materia desde la perspectiva de nuestra propia legislación, inspirada fundamentalmente en el sistema norteamericano, nos inclinamos por sostener que, en lo substancial, se adopta el que hemos llamado "criterio subjetivista".

En efecto, de conformidad a lo dispuesto en el artículo 165 de La Ley N° 18.045, la prohibición referida al uso de información privilegiada tiene como su destinatario a "cualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación" tenga acceso a la misma, lo cual, en nuestro concepto, deja de manifiesto la relevancia que para el legislador nacional reviste la naturaleza del vínculo que liga al sujeto con la sociedad emisora. A modo de confirmación de lo anterior, si examinamos los supuestos en los cuales la ley presume que una persona tiene acceso a información privilegiada (art. 166 de la Ley N° 18.045), veremos que en todos los casos, sin excepción, se alude a situaciones en las que está presente una relación fiduciaria o de confianza con la compañía de que se trata<sup>6</sup>.

Este tema nos conduce, a su vez, a decir algunas palabras respecto de la relación que advertimos entre las normas referidas al uso de información privilegiada y la obligación de reserva que tienen los directores de una sociedad anónima (*insiders* por excelencia) a la luz de los preceptos que la gobiernan.

Como es sabido, los directores de una compañía, en cuanto integrantes del máximo órgano de administración, se hallan sujetos a una serie de obligaciones de diversa naturaleza y contenido, las cuales precisamente tienen su fundamento último en la circunstancia de tratarse de personas que han recibido de otras un encargo de confianza<sup>7</sup>. Una de tales obligaciones es la contemplada en el artículo 43 de la Ley sobre Sociedades Anónimas (Ley N° 18.046), cuyo primer inciso preceptúa que: "Los directores están obligados a guardar reserva respecto de los negocios de la sociedad y de la información social a que tengan acceso en razón de su cargo y que no haya sido divulgada oficialmente por la compañía."

<sup>4</sup> En este sentido, e interpretando la Regla 10b del Reglamento de la *Securities Exchange Commission* (SEC), los tribunales han fallado que para sancionar sobre la base de la misma "es necesaria la existencia de una específica relación de confianza entre los accionistas y las personas que utilizan ilegalmente la información privilegiada. PRAT R., Margarita, "El Uso Ilegal de Información Privilegiada en las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones: EE.UU. 1933-1988", Ediciones Deusto S.A., Bilbao, 1990, pág. 84.

<sup>5</sup> En términos todavía más precisos, la regla 14e de la SEC sanciona al tercero no vinculado fiduciariamente a la compañía emisora en el evento que concurren, entre otros, los siguientes requisitos copulativos: i) que se trate de información relevante, ii) que haya sabido o debido saber que se trata de información confidencial, iii) que la información se haya obtenido, directa o indirectamente, de una persona que tuviere un deber de fidelidad para con la sociedad de que se trata, y iv) utiliza la información en beneficio propio. PRAT R., Margarita, *Op. cit.*, pág. 80.

<sup>6</sup> A propósito del artículo 166 citado, compartimos la opinión expresada por la senadora doña Olga Feliú al observar la asimetría de redacción que existe entre los dos incisos de este precepto, configurada por el hecho que mientras en el primero se presume "el acceso a la información privilegiada" en las hipótesis que señala, el segundo, en cambio, alude a los casos en que "se tiene" dicha especie de información. Acta Sesión del Senado N° 18, de 14.12.93.

<sup>7</sup> Con lo señalado no queremos decir que no compartamos la "teoría del órgano" y consideremos que los directores de la sociedad anónima son "mandatarios" de los accionistas. Simplemente destacamos la especial relación fiduciaria que existe entre el director y la sociedad.

Como puede apreciarse, la disposición aludida se encuentra estrechamente vinculada con las normas ya comentadas de la Ley de Valores que tratan de la información privilegiada, aunque con algunas particularidades que la tornan diferente de estas últimas.

En primer término, interesa destacar que la prohibición impuesta en la Ley N° 18.046 prohíbe al director –independientemente de que pretenda o no usar en beneficio propio o de terceros determinada información– revelar antecedentes que no hubieren sido previamente divulgados por la sociedad y que, por ende, serían “reservados”.

Enseguida, advertimos que mientras la Ley de Valores alude a “información no divulgada al mercado”, el precepto de la Ley de Sociedades Anónimas se refiere a “información que no haya sido divulgada oficialmente por la compañía.” En nuestra opinión, la diferencia anotada se debe a un error del legislador, el cual, al sustituir el artículo 13 de la Ley N° 18.045 (antecesor de las disposiciones que hoy se establecen en el Título XXI de la misma ley), no reparó en el hecho de que luego de tal modificación la redacción del artículo 43 de la Ley N° 18.046 mantendría un supuesto (información no divulgada “oficialmente”) que las nuevas normas no contemplan.

En efecto, el derogado artículo 13 de la Ley N° 18.045 disponía que: “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 influir en la cotización de los valores de la misma, deberá 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.” (Lo destacado es nuestro.)

Conforme al texto transcrito, la redacción de dicho precepto era consistente con aquella empleada en el artículo 43 de la Ley N° 18.046, lo cual, según hemos visto, no ocurre conforme a la normativa actualmente en vigor<sup>8</sup>.

Finalmente, es de hacer notar que una tercera diferencia relevante entre los cuerpos legales en estudio dice relación con la expresa excepción –no formulada, al menos explícitamente, en la Ley N° 18.045– que la ley de Sociedades Anónimas consagra a los fines que un director pueda (y deba) proceder a divulgar información reservada de la sociedad. Tal excepción –que a nuestro juicio constituye más bien un deber del director– opera cuando la mantención de la pertinente reserva pueda perjudicar los intereses de la propia compañía en que aquel se desempeña. Así lo dice el inciso segundo del artículo 43 comentado, al señalar que, entre otros casos, “no regirá esta obligación cuando la reserva lesione el interés social...”<sup>9</sup>.

<sup>8</sup> Aun cuando escapa a los propósitos y materia de este trabajo, permítasenos –aunque sea solo a modo de enunciado– señalar que en nuestra opinión corresponde entender que existe divulgación “oficial” de la información social cuando los antecedentes a que ella se refiere son entregados o proporcionados por quien tiene la facultad de hacerlo, esto es, por un apoderado o representante de la misma compañía, v.gr., su gerente general.

<sup>9</sup> Advertiendo nuevamente que este tema no constituye objeto del presente estudio, nos parece oportuno destacar que son los mismos directores quienes deben apreciar, atendidas las circunstancias particulares del caso y actuando como un “buen padre de familia”, si revelar o no determinada información sirve al propósito de cautelar y servir al interés social. Pensamos, asimismo, que el director realizará esta ponderación o evaluación sobre la base de examinar si la información a divulgar es esencial, relevante o estratégica para la compañía, en términos tales que proporcionarla causaría un perjuicio a la sociedad. Por la inversa, si a juicio del director tal información no reúne estos requisitos y el mantener la reserva sí implicaría un perjuicio para el interés social, el director se hallaría legalmente obligado a revelarla.

Siguiendo con el análisis de los sujetos a quienes se halla dirigida la prohibición, conviene advertir que la información privilegiada tiene tal carácter y, por tanto, se aplican restricciones legales a su uso, solo en el caso que sea un tercero quien dispone de ella y pretenda servirse de tal conocimiento. En otras palabras, la institución que estudiamos no tiene cabida en los casos en que un determinado antecedente, por relevante y confidencial que sea, es empleado en una transacción por la misma persona que ha generado (o cogenerado) la pertinente información.

Aun cuando la conclusión enunciada nos parece de toda lógica, destaquemos que tales casos excluyen la hipótesis de uso de información privilegiada sobre la base, entre otras, de las siguientes razones:

- a) La parte que ha generado la información o ha participado directamente en su generación ni se encuentra en ninguna situación de “privilegio”, en el sentido que exige la figura en análisis, desde el momento que no puede entenderse que “ha tenido acceso” a la misma cuando ha sido precisamente ella quien la origina. Como se advertirá fácilmente, la finalidad y objetivo último de prohibir el uso de esta clase de información radica en el hecho de impedir que una persona, aprovechando su relación o posición respecto del emisor de los valores, ilegítimamente se sirva de ella, quebrando así la igualdad de oportunidades deseable entre los distintos agentes que operan en un mercado.
- b) La propia letra de la ley confirma lo dicho si se atiende al tenor del artículo 165. En efecto, el citado precepto previene que “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.”.

De acuerdo con la disposición legal, quien dispone de la información privilegiada debe observar dos obligaciones –distintas e independientes la una de la otra–, a saber:

- i) guardar estricta reserva respecto de la información que tiene este carácter, y
- ii) no adquirir los valores sobre los cuales posea dicha información<sup>10</sup>.

Si se pretendiera aplicar la prohibición a quien ha intervenido en la transacción o acto jurídico que origina la información, se llegaría a un absurdo lógico pues tal sujeto no podría participar siquiera en dicho acto (ya que estaría obligado a no adquirir las acciones), con lo cual la “información privilegiada” no llegaría a nacer. Adicionalmente, sostener lo contrario significaría afectar, de manera esencial, su derecho a desarrollar libremente cualquiera actividad económica lícita, así como su facultad –también constitucionalmente garantizada– de adquirir el dominio de bienes comerciables. (C.P. de la Rep., art. 19 N<sup>os</sup>. 21, 23 y 26)<sup>11</sup>.

- c) La persona que a través de una actuación suya, lícita y ajustada a la ley, genera o cogenera información, se hace dueña de la misma, pudiendo por tanto usar, gozar y disponer de ella (C.P. de la Rep., art. 19, N<sup>o</sup> 24). Así, por ejemplo, si un determinado sujeto se encuentra negociando con otro la adquisición de un paquete importante de acciones con miras a adquirir el control de una sociedad y, en forma previa al perfeccio-

<sup>10</sup> Llama la atención el que nuestro legislador haya contemplado que en los casos de existir “información privilegiada” la persona que la posea deba cumplir con estos dos requisitos copulativos, en circunstancias que en el derecho comparado en tales hipótesis se exige “abstenerse de negociar con los valores mobiliarios en cuestión, o bien, revelar dicha negociación en forma pública.” PRAT R., Margarita, *Op. cit.*, pág. 78.

<sup>11</sup> La Regla 14e de la SEC –ya comentada– ordena abstenerse de negociar valores a las personas vinculadas con la sociedad emisora y compradora, pero como es obvio, no lo impide tratándose de los accionistas de la compañía cuyas acciones serán objeto de venta ni de la empresa que las comprará. En otras palabras, no considera entre los sujetos pasivos de la obligación a quienes han generado la información confidencial. PRAT, R., Margarita, *Op. cit.*, pág. 63.

namiento del contrato que le permitirá adquirir dicho porcentaje, o bien antes que tal contrato sea conocido del mercado, compra acciones a otros accionistas diversos, no cabría considerar que ha hecho uso de información privilegiada<sup>12</sup>.

En consecuencia, y sobre la base de lo expuesto, si se aceptara incluir dentro de la prohibición a quien ha participado directamente en la transacción, se infringiría la garantía constitucional del derecho de propiedad por la vía de prohibirle hacer uso de un bien (la información), que jurídicamente ha ingresado ya a su patrimonio<sup>13</sup>.

Para terminar con estas consideraciones, dejamos enunciado un tema no resuelto de manera explícita en la ley, cual es, el tratamiento que debe darse a los casos en los cuales la información de que se trata llega a conocimientos de un tercero como consecuencia del hecho que, otra persona, legalmente obligada a no divulgarla, infringe tal obligación y se la proporciona. En tales situaciones, corresponde preguntarse si aquel tercero se encuentra o no sujeto a la prohibición, en términos tales que no pueda, por tanto, revelar los antecedentes ni tampoco adquirir los valores a que ellos se refieren.

Una primera opinión consistiría en sostener que en estas hipótesis no cabe aplicar la restricción al tercero dado que, al divulgarse la información —y precisamente por ello— aunque haya mediado infracción de ley, ya no estaríamos en presencia de una información “confidencial” y, por lo mismo, faltaría uno de los elementos que permiten calificarla de “privilegiada”<sup>14</sup>. Confirmaría esta tesis el hecho de que las disposiciones que aluden a la materia suponen el que la persona obligada tenga alguna “relación” o “posición” respecto de la compañía, lo cual le ha permitido, por ende, acceder a los pertinentes antecedentes, situación que no se daría en el caso planteado.

En nuestra opinión —y reiterando que nuestra ley no aborda el punto— creemos que la solución debe ser precisada aplicando los principios generales de derecho, los que en la especie nos indican la conveniencia de efectuar un distingo, a saber: (i) si el tercero a quien se proporciona la información sabía o debía saber que aquella era confidencial y que, por tanto, llegó a su conocimiento en razón de una infracción a las normas que la gobiernan o (ii) si tal tercero no supo ni, atendidas las circunstancias particulares del caso, se hallaba en situación de conocer la naturaleza confidencial o reservada de la información, así como la circunstancia de adquirir ilegítimamente noticia de la misma.

En el primer caso, creemos que el tercero podría quedar comprendido en la prohibición sobre la base del principio que impide obtener beneficios del dolo ajeno, aun cuando hacemos presente que, en tal caso, su responsabilidad únicamente diría relación con el ámbito civil, traducéndose en su eventual deber de indemnizar perjuicios. En efecto, dado que el tipo penal referido al uso de información privilegiada supone que la persona tenga una “relación” o “posición” respecto de la sociedad emisora —que la propia ley define—, pensamos que no sería posible imputarle responsabilidad criminal en el evento que proceda a divulgar la información recibida o adquirir los valores sobre los que esta tiene incidencia.

<sup>12</sup> En sentido inverso a la tesis que aplicamos al plantear el ejemplo propuesto, se podría argüir que en una hipótesis como la planteada la negociación de la acción sería permitida toda vez que existe una norma expresa (art. 54 de la Ley N° 18.045) que obliga a quien pretenda adquirir el control de una sociedad anónima a divulgar al mercado tal intención. No obstante, creemos que un razonamiento semejante debe ser rechazado si se tiene presente, entre otras consideraciones, que en los casos en que existe “información privilegiada” el sujeto que tiene acceso a la misma se halla legalmente impedido de divulgarla (art. 165), que es justamente lo contrario a lo que ocurre en el caso en examen.

<sup>13</sup> En el mismo sentido, y a propósito del alcance de la prohibición en la legislación norteamericana, cabe destacar que también en dicho sistema se reconoce y respeta “el derecho que una persona tiene sobre determinada información”. PRAT R., Margarita, *Op. cit.*, pág. 63.

<sup>14</sup> Aunque no lo plantea de manera explícita, ni tampoco trata el tema desde la perspectiva de este análisis, creemos que a esta conclusión, por ejemplo, podría arribar Jiménez, el cual, comentando la derogación del antiguo artículo 13 de la Ley N° 18.045, y su reemplazo por el actual Título XXI, expresa que “Hoy en día, para que la información sea confidencial, es necesario que nadie, y por ningún medio, la haya divulgado al mercado.”; exigiendo la actual normativa, a efecto de entender “privilegiada” una determinada información, que la misma sea “absolutamente confidencial”. JIMÉNEZ B., Gonzalo, “Apuntes de Clases”, 1996, págs. 7 y 8.

En la segunda hipótesis, la protección de la buena fe en el tráfico jurídico y económico, de una parte, y el sistema de responsabilidad subjetiva que sigue nuestro sistema legal, de la otra, nos llevan a pronunciarnos en favor de la no exigibilidad y, por ende, ausencia de responsabilidad –incluso civil–, para el tercero que ha conocido de la información careciendo de la posibilidad de saber que aquella procede del incumplimiento de un deber legal<sup>15</sup>.<sup>16</sup>

Sin perjuicio de lo anterior, hacemos presente que según algunos connotados autores, no tiene sentido alguno, tanto desde una perspectiva jurídica como económica<sup>17</sup>, el prohibir no diremos ya el uso de información privilegiada por parte de un tercero, cualesquiera sean sus circunstancias o la forma como llegó a adquirirla, sino incluso el aplicar restricciones respecto de aquellos sujetos que tradicionalmente se incluyen en la prohibición. En tal dirección se pronuncia, v.gr., Henry G. Manne, para quien “en la inmensa mayoría de las transacciones bursátiles, la relación de fidelidad o de confidencialidad es meramente una ficción legal (aun en el caso de que haya legislación sobre el caso, cosa que no existe en muchos países), porque el que provee de contrapartida al que usa la información privilegiada lo hace voluntariamente, sin que comprador y vendedor estén ligados entre sí por ninguna relación de confidencialidad. Más aún –dice el mismo autor– dicha persona que provee de contrapartida hubiera vendido o comprado a cualquier otra persona, aunque no fuera poseedora de información privilegiada.”<sup>18</sup> En definitiva, la argumentación de Manne es equivalente a sostener, por ejemplo, que es perfectamente lícito y legal comprar, por un precio libremente pactado, un objeto valioso a un anticuario que desconoce su verdadero valor<sup>19</sup>, hipótesis que, dicho sea de paso, a la luz de nuestro Código Civil, según las circunstancias podría llegar a estimarse plenamente aceptable y legítima.

#### OBJETO O CONTENIDO DE LA OBLIGACION

Relativa a esta materia, advertiremos que en la propia definición legal de “información privilegiada” contenida en el artículo 164 de la Ley de Valores subyacen, de manera prácticamente explícita, los requisitos o elementos que deben concurrir a objeto de que determinado antecedente califique como tal.

Según el precepto citado debe tratarse, a un mismo tiempo, de información confidencial (“... no divulgada al mercado...”) y relevante (“...capaz de influir en la cotización de los valores emitidos...”).

En relación con la confidencialidad, es menester reiterar lo ya comentado a propósito de las formas o modalidades que puede asumir la divulgación de determinada información al

<sup>15</sup> En la dirección anotada, cabe señalar que la Regla 14e de la SEC prohíbe la comunicación de información relevante y confidencial “a cualquier persona, en circunstancias que sea verosímil que dicha comunicación resulte en la infracción de esta disposición”; en otras palabras, el tercero que la recibe se verá alcanzado por la prohibición “siempre que sepa, o tenga que saber, que dicha información es confidencial y que ha sido adquirida de forma directa o indirecta de alguna de las personas obligadas a no revelar”. PRAT R., Margarita, *Op. cit.*, págs. 79 y 80.

<sup>16</sup> Asimismo, cabe citar la jurisprudencia pronunciada por la Corte Suprema de EE.UU. en el sentido que “Aquella persona que recibe información privilegiada mediante una confidencia no infringe la ley a no ser que sepa, o tenga que saber, que el que le ha dado la información ha procedido incorrectamente.” *Dirks v/s Comisión de Valores y Bolsa*, citado por PRAT R., Margarita, *Op. cit.*, págs. 81 y 82.

<sup>17</sup> Según esta doctrina, de la que Loss (“*Fundamentals of Securities Regulation*”) identifica diversos seguidores, “el que usa en provecho propio la información privilegiada contribuye al mejor empleo de los recursos disponibles y al mantenimiento de la eficiencia del mercado de valores. Para Manne, un mercado de valores eficiente no es solo el que determina los precios de las acciones, sino el que lo hace de manera continua y relativamente suave, no con oscilaciones violentas. Según él, el mercado es el que está mal informado y no el que usa en provecho propio la información privilegiada, quien va contribuyendo con sus operaciones a que se alcance un correcto nivel de precios. De otra parte, se señala que “Los beneficios que obtiene el que usa la información privilegiada son la retribución del trabajo empleado para alcanzar sus conocimientos y su correcta interpretación empresarial”; afirmando, en fin, que “es irracional acusar de inmoral el uso de información privilegiada, porque no se quebranta ninguna relación de fidelidad”. PRAT R., Margarita, *Op. cit.*, pág. 40.

<sup>18</sup> Citado por PRAT R., Margarita, *Op. cit.*, págs. 39 y 40.

<sup>19</sup> PRAT R., Margarita, *Op. cit.*, pág. 40.

mercado y, en especial, lo dicho respecto de la modificación que sobre este punto específico introdujo la ley vigente, así como la relevancia que resultaría de considerar si un tercero accede o no a la información sobre la base de una infracción legal de la persona directamente obligada a guardar reserva.

En lo que respecta al segundo elemento constitutivo de la “información privilegiada” (la “relevancia” o “trascendencia” de la misma), nos parece importante consignar dos precisiones:

- a) Por “capacidad de influir” en la cotización del respectivo título o valor debe entenderse la “aptitud” o virtud que un determinado antecedente tendría para afectar el precio de aquel. Pensamos que para nuestra ley resulta inconcuso el hecho de que tal aptitud o capacidad debe ser apreciada –y por tanto su existencia determinarse– en función de un criterio exclusivamente objetivo, tanto en lo que dice relación con la posibilidad que tiene la información, considerada en sí misma, para influir en la valorización del título, como en lo tocante a su capacidad efectiva para producir este efecto en una situación dada.

A nuestro juicio la propia letra de la ley inequívocamente conduce a esta conclusión al aludir a la información que, “por su naturaleza”, posee la capacidad de influir en la cotización de un determinado valor, siendo además necesario que exista una relación de causa-efecto entre el conocimiento que se tenga de tal información (causa) y la variación del precio (efecto), en términos tales que tal variación resulte –o deba resultar– como consecuencia directa, inmediata y necesaria de dicho conocimiento.

Así las cosas, corresponde preguntarse sobre qué base corresponderá efectuar este análisis, considerando que la ley no ha explicitado un criterio sobre el particular. Creemos que la respuesta necesariamente ha de inclinarse por sostener que el pertinente examen requiere evaluar y ponderar todas las circunstancias externas –y por ende “objetivas”– que en concreto concurren en la hipótesis sometida al conocimiento del tribunal.

En nuestro concepto, confirma la apreciación consignada la jurisprudencia que, en materia de uso de información privilegiada, cita la Superintendencia de Valores y Seguros en sus propias publicaciones legales. Mediante una nota que dicho organismo formula al inciso 1º del artículo 164, transcribe parte de los considerandos del fallo recaído en la causa relativa al tema<sup>20</sup>. Dicha sentencia establece “Que tres son los presupuestos de la norma del artículo 13 de la Ley Nº 18.045 infringida...” (precepto que es el antecedente del actual artículo 164), expresando a continuación, como el segundo de ellos, “b) *Que esta información sea capaz de influir en la cotización de los valores de la Compañía.*” (el destacado es nuestro.)

Pues bien, el mismo fallo que se comenta, a la hora de examinar si en la especie concurría el presupuesto que se ha citado, agrega que “...el impacto de la firma del contrato de suministro de energía a Chilmetro se refleja en el alza de precio de las acciones de Chilgener observándose en la tabla adjunta... con lo que se da por establecido el segundo presupuesto.”.

Es decir, y como se ha venido afirmando, los tribunales deben apreciar la aptitud o capacidad de influir en la cotización de un valor sobre la base de la realidad económica concreta y no a partir de ejercicios o premisas abstractos y meramente teóricos.

<sup>20</sup> “Silva, Francisco con SVS”, “Legislación Mercado de Valores”, publicación de la SVS correspondiente al año 1997. Asimismo, considerando el testimonio plasmado en la historia de la ley, en el sentido de que las nuevas disposiciones recogen la experiencia que proporciona el Derecho Comparado, cabe citar una sentencia, relativamente reciente (26.06.95) de la Sala Criminal de la Corte de Casación francesa, la cual determinó, entre otras cosas, lo siguiente: “Si les dispositions de l’ordonnance Nº 67-833 du 28 sept. 1967, comme celles de la directive CEE Nº 89-592 du 13 nov. 1989, avec lesquelles elles sont compatibles, interdisent aux personnes qui disposent, en raison de leur profession ou de leurs fonctions, d’informations privilégiées sur les perspectives d’évolution d’une valeur mobilière, de réaliser des opérations sur le marché avant que le public en ait eu connaissance, c’est à la condition que ces informations soient précises, confidentielles, de nature à influer sur le cours de la valeur et déterminantes des opérations réalisées.” “Recueil Dalloz Sirey”, 1995, págs. 185 y 186.

La jurisprudencia citada es particularmente relevante si se tiene presente que la Superintendencia sostuvo, en el mismo litigio que se comenta, entre otras cosas, que la sola circunstancia de que el directorio de Chilgener calificara como “hecho esencial” el referido contrato eléctrico, convertía en “privilegiada” la información que se tuviera a su respecto. Ello por cuanto, la calificación de esencialidad, por ser tal, necesariamente implicaba que esa convención producía un impacto en los resultados de la compañía. Sin embargo, el tribunal no consideró suficiente esta argumentación de naturaleza claramente teórica, entrando de lleno en un análisis fáctico relativo a la variación real de los precios de las acciones en un determinado período, para luego, sobre esa base, estimar que se hallaba en presencia de información “capaz” de influir en la cotización de los valores.

Por otra parte, pensamos que a la misma conclusión expuesta se llega si consideramos que la definición legal de información privilegiada exige analizar cuál es la “cotización” de una acción o título como requisito previo para calificar si determinada información es capaz de influir en ella, lo cual, como es obvio, supone efectuar un análisis basado en la realidad de los hechos, ajena e independiente por completo de la especulación financiera y de los ejercicios teóricos<sup>21</sup>.

Para terminar este punto, estimamos importante señalar que considerando que la actividad económica se revela como esencialmente dinámica, siendo ello manifiestamente evidente tratándose de la valorización de un título, normalmente enfrentaremos el caso de una acción o valor cuya cotización, en un momento dado, se vea influida por múltiples factores y que son, además, de muy variada naturaleza. Se trata, por tanto, de situaciones en que concurren diversas circunstancias que podrían eventualmente tener la aptitud o “capacidad” de influir en el precio en los términos que indica el artículo 164 que se analiza.

En hipótesis como estas creemos que la necesidad de ponderar la presencia de este requisito en función de una apreciación “en concreto”, exige que el juez realice un ejercicio intelectual consistente, primero, en determinar si el hecho de contar con determinada información confidencial es en sí mismo y objetivamente “capaz de influir” en la cotización (es decir, “causa adecuada” de tal resultado), para luego, una vez establecido lo anterior, examinar si a la luz de los antecedentes particulares del caso es posible concluir que de haberse divulgado la información dicha cotización hubiere variado. Solo en el evento de que la respuesta a ambas cuestiones sea afirmativa podrá entonces considerarse que el conocimiento de la respectiva información confidencial ha influido en el valor del título y, por ende, esta calificada como “información privilegiada”<sup>22</sup>.

- b) Estrechamente vinculado con el punto anterior, nos hallamos con la interrogante relativa al criterio que deberá seguirse para determinar si la información es objetivamente “relevante” desde la perspectiva del sujeto que dispone de la misma.

Pensamos que una interpretación armónica y sistemática de los preceptos y principios contemplados en nuestra legislación de valores, en especial, y en nuestro sistema normativo, en general, exige que tal determinación o apreciación –que naturalmente corresponde efectuar a los jueces– se realice recurriendo al parámetro del hombre medio, razonable o prudente (el *bonus vir*), enfrentado a la misma situación concreta cuyo conocimiento o examen sea materia de la decisión judicial.

Sin embargo, creemos que el criterio enunciado, atendidas las particularidades del ámbito que se analiza, exige precisar que tal “modelo” ha de hallarse necesariamente referido no

<sup>21</sup> Un ejemplo ilustrativo acerca de la necesidad de efectuar el análisis en función de una realidad eminentemente fáctica, lo constituye la instrucción formulada por la Superintendencia de Valores y Seguros durante la vigencia de la OPA que hiciera Endesa España por las acciones de las compañías llamadas Chispas. En esa época, la “cotización” de la acción Chispas (que por tanto correspondía tener como base para cualquier ponderación en este aspecto) se ajustaba a los precios ofrecidos por Endesa y no al valor que estas tenían en Bolsa antes de formularse la oferta. Así, por lo demás, lo entendió la propia SVS al autorizar, mediante el Oficio Circular N° 4386, de 14.08.97, que los Fondos Mutuos participaran en la OPA, “DEBIENDO VALORIZAR SUS ACCIONES AL VALOR DE LA OFERTA DE COMPRA”.

<sup>22</sup> Como podrá apreciarse, la solución que proponemos se inspira en una combinación de dos teorías que la doctrina penal ha formulado en materia de “causalidad”, a saber: la teoría de la *Conditio sine qua non*, que supone recurrir al mecanismo de la “supresión mental hipotética” y la teoría de la “Causa Adecuada”.

a cualquier sujeto, sino que al individuo que opera y se desenvuelve en el mercado de capitales chileno. En definitiva, postulamos que la labor del juez se traduce en determinar –atendidas las circunstancias concretas y particulares del caso sometido a su conocimiento– si para un hombre juicioso, colocado en la misma situación bajo análisis, el tener o no los antecedentes reservados le permitiría obtener una ventaja patrimonial derivada de la asimetría de información existente entre aquella de que dispone y aquella con la que cuentan los demás agentes que interactúan en un mismo mercado objetivo<sup>23</sup>.

Retomando el análisis general de los preceptos atinentes al contenido y objeto de la prohibición referida al uso de información privilegiada, nos parece indubitado que cualquiera que fuere el predicamento adoptado en relación con el criterio que debe inspirar su determinación práctica, la carga o peso de la prueba, a efectos de establecer si concurren en concreto los elementos constitutivos de esta figura (“confidencialidad” y “relevancia”), corresponde a quien alegue haberse infringido la norma legal. No a otra conclusión se debería arribar si recordamos que los antecedentes vinculados a una empresa y sus valores, por regla general, no reúnen las características inherentes a la “información privilegiada”.

Lo anterior, no obstante, tendría dos excepciones consagradas en el mismo artículo 164; a saber: (i) “la información reservada a que se refiere el artículo 10” de la ley y (ii) aquella “que se tiene de las operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores”.

En nuestra opinión, el legislador ha entendido que en ambos casos, en razón de la materia sobre la que versan los mismos, la información a que ellos aluden cumple con los requisitos relativos a su “confidencialidad” y “relevancia”. En consecuencia, en tales hipótesis –que estimamos constitutivas de una presunción simplemente legal respecto de la concurrencia de esos dos requisitos–, a quien formule un reproche fundado en un eventual uso de información privilegiada le sería suficiente acreditar, por un lado, el hecho de que el supuesto infractor califica como sujeto pasivo de la obligación, conforme a lo expresado más arriba y, por el otro, que se han verificado los demás requisitos que se comentarán a continuación. Sin embargo, advertimos que por tratarse de una presunción legal, sería posible que la persona a quien se imputa la infracción demostrare, a su vez, que en la situación particular en que se hallaba, los elementos constitutivos descritos no concurren a su respecto.

Ahora bien, debe tenerse en cuenta que no basta, para objetar y sancionar el uso que se haga de la misma, con la presencia de una información que reúna los caracteres de tal ni con el hecho de que la utilice un sujeto a quien legalmente le está vedado. En efecto, conjuntamente con ello es necesario que aquel que emplea la información lo haga con un propósito o finalidad determinados.

En particular, la ley le impide “utilizarla en beneficio propio o ajeno” (art. 165 inc. 1°), agregando que, “Asimismo, se les prohíbe valerse de la información privilegiada para obtener beneficios o evitar pérdidas” (art. 165, inc. 2°).

Antes de comentar el alcance de los pasajes transcritos, diremos que en nuestro concepto la redacción de la disposición resulta evidentemente confusa, puesto que luego de prohibir el uso de información privilegiada, tanto en “beneficio propio como ajeno”, añade, como otra prohibición adicional y distinta de la anterior (se prohíbe “asimismo”), el utilizarla para “obtener beneficios o evitar pérdidas”, como si ello no implicara o supusiera hallarse ya en la primera de las hipótesis que enuncia.

<sup>23</sup> La solución propuesta se fundamenta –*mutatis mutandi*– en el mismo criterio que siguió el legislador al definir la “información esencial”, considerando tal “aquella que un hombre juicioso consideraría importante para sus decisiones sobre inversión.” Art. 9°, inc. 2°, Ley N° 18.045. En este mismo sentido se ha pronunciado la jurisprudencia francesa, señalando que: “... le caractère privilégié des informations au sens de ces textes ne saurait résulter de l'analyse que peut en faire celui qui les recueille et les utilise, mais doit s'apprécier de manière objective, excluant tout arbitraire, et en fonction de leur seul contenu ...; d'où il résulte que l'opération spéculative reprochée ne procédait que d'estimations financières effectuées de longue date, à partir de faits et de circonstances connues dans le milieu professionnel, qui ne caractérisent pas les éléments légaux du délit d'initié.” “Recueil Dalloz Sirey”, 1995, págs. 185 y 186.

Asimismo, llamamos la atención en el hecho de que aun cuando el uso de información privilegiada (art. 60 letra e) de la Ley N° 18.045) se ha estructurado como un “delito de peligro”<sup>24</sup>, y, por tanto, su sanción procede con independencia de que se produzca un determinado resultado, ello no obsta a que consideremos la necesidad de que concurra el elemento intencional que se ha enunciado. En efecto, mientras la primera cuestión se refiere a la “tipicidad”, el mencionado elemento se relaciona con la “culpabilidad” o, si se sigue la concepción “finalista” relativa al delito, con la “valoración subjetiva de la acción”.

A nuestro juicio, la exigencia que formula el legislador en relación con la finalidad u objetivo perseguido constituyen, desde el punto de vista jurídico, una forma o modalidad especial del “dolo” con el cual debe actuar el sujeto respecto a quien se reprocha un incumplimiento del precepto. De esta manera, y guardando armonía con la doctrina de la responsabilidad subjetiva que sigue nuestro legislador en el orden normativo común o general, en la situación que estudiamos no habrá un ilícito sino en la medida que el infractor haya efectivamente perseguido un resultado prohibido<sup>25</sup>.

Con lo anterior, ciertamente no queremos significar que solo se configuraría una infracción legal en el evento que el resultado (“el beneficio propio o ajeno”) se verifique o consuma en la realidad de los hechos<sup>26</sup>; simplemente pretendemos destacar la circunstancia de que en esta materia nuestra ley siguió fielmente los postulados de la teoría clásica en el ámbito de la responsabilidad legal y, en concreto, en lo que respecta a la imputabilidad.

A nuestro juicio, algunos de los antecedentes que proporciona la historia fidedigna de la ley confirman la necesidad que hemos planteado en orden a que no se configure infracción sino en la medida que el sujeto que hace uso de la información tenga el propósito de obtener con ella un beneficio propio o ajeno. Así, por ejemplo, en las actas que dan cuenta de la tramitación del precepto legal en examen<sup>27</sup>, el Superintendente de Valores y Seguros, al referirse al texto propuesto, señaló que este perseguía un doble objetivo; por una parte, impedir una “participación desigual en el mercado” y, por la otra, “evitar su uso indebido, mediante el provecho propio o de terceros con la finalidad de obtener ventajas económicas o evitar pérdidas.”.

#### SANCIONES

Considerando la naturaleza de estas notas, no pretendemos tratar aquí sobre las diversas sanciones que ha establecido nuestra ley al reglamentar el uso de información privilegiada, y menos aún pronunciarnos en detalle respecto de la naturaleza jurídica de las mismas o la forma como se vinculan una y otras. Simplemente queremos destacar algunos aspectos puntuales de los ilícitos contemplados en los artículos 165 y 60 letra e) de la Ley de Valores dado que se trata, en el primero de ellos, de la que podríamos llamar la prohibición general en la materia<sup>28</sup> y, en el segundo, del tipo penal más amplio, al menos en lo tocante a los sujetos, que se consagra en los supuestos de utilización indebida de información privilegiada.

En relación con el artículo 165 de la Ley N° 18.045, recordemos que el precepto, desde el punto de vista formal, describe un deber, constituido por un hecho positivo (“guardar estricta

<sup>24</sup> Sesión del Senado N° 18, de 14.12.93.

<sup>25</sup> Según veremos después, tratándose del delito relativo al uso de información privilegiada que contempla el artículo 60 letra e) de la misma ley, el dolo que ha de concurrir, en cuanto elemento del tipo penal, es específico y directo.

<sup>26</sup> En legislaciones como la norteamericana, tratándose de los casos en los cuales el sujeto se halla vinculado a través de una relación fiduciaria con la compañía, incluso no basta con la existencia de aquella, siendo necesario, para estimar quebrantado el “deber de fidelidad”, que el uso de la información efectivamente haya reportado un beneficio directo o indirecto para quien se sirve de ella. PRAT R., Margarita, *Op. cit.*, pág. 84.

<sup>27</sup> Sesión del Senado N° 18, de 14.12.93.

<sup>28</sup> En este sentido, cabe hacer presente que durante la tramitación de la ley en el Congreso, la Superintendencia de Valores, al referirse a los conceptos que recoge el actual inciso segundo del artículo 165, precisó “que esta norma expresa la prohibición general y es la base o esencia de la disposición.”. Sesión del Senado N° 18, de 14.12.93.

reserva" respecto de la información que tiene el carácter de "privilegiada") y una abstención (inhibirse de "utilizar" dicha información). Con respecto a esto último, recordemos también que el reproche que pueda formularse en este ámbito requiere, entre otros supuestos, el elemento subjetivo o intencional que debe concurrir en el agente y que consiste en que este represente una finalidad o propósito específico (la consecución de un "beneficio propio o ajeno") al momento de emplear la información de que dispone.

En consecuencia, y aun suponiendo que la información de que hace uso un sujeto tiene el carácter de "privilegiada" conforme a lo analizado en páginas anteriores, este podría, no obstante, acreditar que no se ha configurado el ilícito en razón de que, al ejecutar su conducta, no ha tenido en vistas o no ha procurado la obtención de beneficio alguno para sí o terceros, v.gr. porque demuestra que incluso si hubiere carecido de esta información igualmente habría realizado la operación en los términos y condiciones en que aquella se llevó a cabo.

En nuestra opinión, al requerir la ley esta modalidad especial del elemento intencional lo que en realidad exige es que el sujeto haya actuado con dolo, entendido como el propósito cierto y efectivo de procurarse, indebidamente, un beneficio de carácter pecuniario, en términos tales que, de no mediar el empleo de tal información, se habría abstenido de contratar o realizar la operación<sup>29</sup>, <sup>30</sup>.

De otra parte, la circunstancia de que nuestro legislador determine como condición del injusto el que el agente haya obrado con esta finalidad precisa, a nuestro juicio implica, entre otras cosas, que no procede aplicar sanción a estos respectos en el evento que el sujeto actúe no ya con dolo sino con culpa –hipótesis que, por lo demás, se hace prácticamente imposible de imaginar tratándose de la figura en estudio–, lo que tiene relevancia a efectos de apreciar la responsabilidad civil del sujeto para el evento que con su actuación hubiere irrogado un perjuicio a terceros.

Ahora bien, en cuanto al tipo o clase de sanción que trae aparejada la infracción de las obligaciones comprendidas en la norma del artículo 165 –y reiterando que nuestro análisis se restringe a las hipótesis más amplias o generales sobre el uso indebido de información privilegiada que reconoce la ley– pensamos que la única sanción aplicable es la obligación que tiene el infractor de indemnizar por los daños que su conducta le haya causado a un tercero.

Sobre este particular, el primer inciso del artículo 172 de la Ley N° 18.045 previene que "Toda persona perjudicada por las actuaciones que impliquen infracción a las disposiciones del presente Título, tendrá derecho a demandar indemnización en contra de las personas infractoras.". Asimismo, en el evento que "no hubiere otro perjudicado", según reza su inciso tercero, quienes contravinieren tales normas "deberán entregar a beneficio fiscal toda utilidad o beneficio pecuniario que hubieren obtenido a través de transacciones de valores del emisor de que se trate.". Tal disposición, como es natural, se justificaría en el hecho de evitar que, a falta de un tercero perjudicado con la infracción, su autor pueda experimentar un enriquecimiento ilícito.

A propósito de lo dicho, cabe preguntarse cuál es la razón de que hayamos declarado que la única sanción aplicable por la contravención del artículo 165 sea aquella recién expuesta, prescindiendo, por tanto, del régimen general de las sanciones administrativas que la ley

<sup>29</sup> En este mismo sentido, cabe destacar que los estados miembros de la Comunidad Europea exigen, dentro de los presupuestos que deben concurrir para configurar la infracción, que los datos o antecedentes constitutivos de la información empleada hayan sido determinantes para que el sujeto lleve a cabo la pertinente transacción. Directiva 89/592/ CEE de 13.11.89. En armonía con lo anterior, se ha fallado que "aux personnes qui disposent, en raison de leur profession ou de leurs fonctions, d'informations privilégiées sur les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière, de réaliser des opérations sur le marché avant que le public en ait eu connaissance, c'est à la condition que ces informations soient précises, confidentielles, de nature à influencer sur le cours de la valeur et déterminantes des opérations réalisées." Sentencia de la Sala Criminal de la Corte de Casación francesa, extractada en "Recueil Dalloz Sirey", 1995, págs. 185 y 186.

<sup>30</sup> Para Eduardo Novoa, la expresión "positiva" que emplea la definición de dolo contenida en el artículo 44 de nuestro Código Civil "expresa una característica de la intención, conforme a la cual esta debe ser real, afirmativa, cierta, verdadera y comprobable objetivamente en su existencia"; NOVOA M., Eduardo, "Curso de Derecho Penal Chileno", Libro I, Tomo I, Editorial Jurídica de Chile, Santiago, 1960, pág. 504.

autoriza a imponer a la Superintendencia de Valores y Seguros, y que resulta, v. gr., de los artículos 27 y 28 de la Ley Orgánica de dicho organismo (Decreto Ley N° 3.538)<sup>31</sup>.

Nuestra posición se fundamenta en las siguientes consideraciones principales:

- a) Como quiera que entre la sanción “administrativa” y la de naturaleza “penal” existe una mera diferencia “cuantitativa”, es decir, de grado o magnitud, y no de índole “cualitativa”<sup>32</sup>, también en materia de sanciones administrativas cabe sostener la plena vigencia de las garantías constitucionales, y en especial del “Principio de Reserva o Legalidad en sus dos vertientes: *nullum crimen nulla poena sine lege* y de “tipicidad”, en cuanto a que “ningún delito se castigará con otra pena que la que señale una ley promulgada con anterioridad a su perpetración, a menos que la nueva ley favorezca al afectado”, no siendo además lícito sancionar conductas que no se han “descrito expresamente” en la norma que se dice infringida (Art. 19 N° 3 de la C. P. de la Rep.)<sup>33, 34</sup>.
- b) En el caso de que tratamos, no existe en las normas bajo estudio referencia expresa alguna a la aplicación de las sanciones administrativas que contempla el régimen general de sanciones que puede imponer la Superintendencia aludida. Alguno podrá argüir que lo propio ocurre en otras situaciones en las cuales corresponde aplicar esta clase de sanciones no obstante la falta de una disposición legal específica –como no sean las genéricas ya aludidas– que consagre su imposición de manera explícita. Frente a una argumentación semejante, e independientemente de las objeciones que, respecto de su constitucionalidad, nos merecen tales facultades punitivas de la administración, es importante destacar que la historia legislativa de las normas referidas al instituto de la “información privilegiada”, nos conducen, a nuestro juicio en términos inequívocos, a la posición que aquí defendemos. En efecto, durante su tramitación en el Senado se dejó expresa constancia en actas del hecho de “Rechazar, también por unanimidad, el artículo 173, que establece las sanciones administrativas por cuanto los infractores quedarán sujetos a las sanciones penales fijadas por la nueva letra e) del artículo 60 de la Ley de Valores. De igual modo, si nos atenemos a lo dicho en actas respecto del tratamiento específico de la mencionada letra e), veremos que se confirma la misma intención o sentido que le atribuimos al precepto al expresarse que el tipo penal que en ella se crea debe entenderse “sin perjuicio de las restituciones civiles por su aprovechamiento”, sin que se diga lo mismo respecto de la supuesta o pretendida aplicación de una sanción de carácter “administrativo”<sup>35</sup>.
- c) En tercer lugar, pensamos que una interpretación lógica y sistemática, conforme lo ordena el artículo 22 del Código Civil, nos permite confirmar nuestra conclusión sobre la base de los diversos preceptos que, en el orden de las responsabilidades, establece la misma Ley de Valores.

Como es sabido, el artículo 55 contempla la norma general en la materia, previendo, luego de consagrar la obligación de indemnizar los perjuicios derivados de la infracción a

<sup>31</sup> En contra de nuestra posición, y considerando aplicables tales sanciones de naturaleza administrativa, se pronuncia JIMÉNEZ, *Op. cit.*, pág. 24.

<sup>32</sup> CURY U., Enrique, “Algunas reflexiones sobre la relación entre penas penales y administrativas”, *Boletín de Investigaciones de la Facultad de Derecho de la Universidad Católica de Chile*, Números 44-45, 1979-1980.; ARÓSTICA M., Iván “Algunos problemas del Derecho Administrativo Penal”, revista de Derecho, U. de Concepción, año LV, julio-diciembre 1987 y ALCALDE R., Enrique “Nueva Legislación sobre Operaciones de Cambios Internacionales”, *Ediar Conosur*, 1991.

<sup>33</sup> ALCALDE R., Enrique, *Op. cit.* en nota anterior, págs. 145 y 146.

<sup>34</sup> Comentando esta tesis, dice un autor que el rechazo a la aplicación de estos principios a las situaciones expuestas, “fundada en la supuesta intención de flexibilizar las potestades de la Administración, no solo importa un desprecio claro e inequívoco a la C. P. de la Rep., sino que –además– conlleva una confusión en su proposición que hace perder la verdadera perspectiva del problema... En realidad, este rechazo busca posibilitar –al margen del resguardo constitucional– la imposición de una pena que al juez le sería imposible de aplicar, por el deber de tener que atenerse a él. En otras palabras, lo que no pudo hacer el juez –“atado” por la garantía–, sí podría hacerlo el empleado público, a través del burdo recurso de encomendarle o traspasarle la función represiva.” ARÓSTICA, I, *Op. cit.* pág. 78.

<sup>35</sup> Sesión del Senado N° 18, de 14.12.93.

“las disposiciones contenidas en la presente ley, sus normas complementarias o las normas que imparta la Superintendencia”, que ello “no obsta a las sanciones administrativas o penales que pudiere corresponderle” al infractor. Por su parte, el artículo 58 reconoce la facultad de la Superintendencia para aplicar “las sanciones y apremios establecidos en su ley orgánica y las administrativas que se establecen en la presente ley”.

Los dos preceptos a que se ha hecho alusión discurren sobre la base de que nuestro legislador ha entendido que la potestad sancionadora del órgano público requiere de un texto legal expreso que la confiera, sin que basten por tanto remisiones genéricas a la virtual facultad punitiva de carácter amplio de que se hallaría investida la autoridad de control.

Sin perjuicio de lo dicho, es oportuno destacar que si se examinan las diversas disposiciones legales que, de una u otra forma, versan sobre infracciones a deberes establecidos en la propia ley, veremos que siempre que el legislador ha entendido que, conjuntamente con una sanción civil y/o penal, podría corresponder aplicar también una pena de naturaleza administrativa, p. ej., multa, así lo ha señalado en términos claros y explícitos. Así, por ejemplo, en tales casos se ha valido de expresiones como “quedará sujeta a las sanciones que la Superintendencia pueda aplicar” (art. 11); “quedarán afectos a las sanciones administrativas que aplique la Superintendencia” (art. 56); “sin perjuicio de las responsabilidades civiles y sanciones administrativas que procedieren en conformidad a la ley” (art. 63); “sin perjuicio de las demás sanciones que procedan” (art. 65), etc.

Según lo comentamos, el artículo 172, específicamente referido a las infracciones a las normas del Título XXI de la ley, omite absolutamente referirse a la posibilidad de imponer una sanción administrativa en el evento de verificarse un incumplimiento de las obligaciones que a su vez establece el artículo 165. Pero aún más, este precepto, a continuación de regular, en sus tres primeros incisos, los efectos civiles que se siguen en los supuestos de “contravención a las disposiciones de este Título”, contempla un inciso final —exclusiva y expresamente vinculado con el artículo 169 y, por tanto, con las obligaciones que rigen a los sujetos que desarrollan actividades de intermediación de valores—, en el cual explícitamente ha señalado que en el evento de infracción a este precepto, la responsabilidad civil del infractor se entenderá “sin perjuicio de las sanciones penales y administrativas que correspondan”.

Como se apreciará fácilmente, si para el caso de incumplirse un determinado precepto (artículo 169) fue necesario que el legislador expresamente dejara a salvo la posibilidad de imponer eventualmente una pena “administrativa”, forzosamente ha de inferirse que tratándose de la infracción a otra disposición a cuyo respecto guardó silencio (v.gr. artículo 165) —que además de formar parte del mismo título, tiene reguladas las consecuencias de su contravención en un mismo artículo (art. 172)— el órgano fiscalizador carece de tal facultad y que, por lo mismo, si aplica una sanción, dicho acto adolece de una insubsanable nulidad de derecho público.

Sin perjuicio de todo lo anteriormente expuesto, es oportuno advertir que dada la ausencia de diferencias de índole o naturaleza “cualitativa” entre la pena “administrativa” y la propiamente “penal”, en el supuesto —que examinaremos más adelante— de que un sujeto infrinja el tipo penal referido al uso de información privilegiada de la letra e) del artículo 60, sería forzoso concluir la exclusión de la sanción administrativa a su respecto. En efecto, y adicionalmente a las razones ya consignadas, debe tenerse en cuenta que el admitir que una misma conducta se castigue con una sanción administrativa y una criminal “constituye una inadmisibles infracción al principio” *non bis in idem*<sup>36</sup> o de la “multiplicación excluida”<sup>37</sup>.

<sup>36</sup> En tal sentido se manifiesta, por ejemplo, el profesor don Enrique Cury, citado por nosotros en la obra que se indica en la Nota N° 30 anterior.

<sup>37</sup> Así lo denomina Etcheverry, para quien “cuando un hecho o circunstancia ya ha sido tomado en consideración para la aplicación de una pena o circunstancia modificatoria de responsabilidad penal, no es lícito volver a tenerla en cuenta por segunda o ulterior vez para los mismos efectos.” ETCHEVERRY, Alfredo, “Derecho Penal. Parte General”, Tomo I, 3ª. Edición, Editorial Jurídica, Santiago, 1998, pág. 108.

Para terminar con las consideraciones referidas al ámbito sancionatorio, a continuación destacaremos algunos aspectos que estimamos relevantes en relación con el tipo penal que, en esta materia, establece la letra e) del artículo 60 de la misma Ley de Valores.

La norma aludida previene que: "Artículo 60: Sufrirán las penas de presidio menor en cualquiera de sus grados: e) Las personas a que se refiere el artículo 166 que al efectuar transacciones u operaciones de valores de oferta pública, de cualquier naturaleza en el mercado de valores o en negociaciones privadas, para sí o para terceros, directa o indirectamente, usaren deliberadamente información privilegiada".

A las personas a que se refiere esta letra, si fueren condenadas por sentencia ejecutoriada, se les aplicará accesoriamente la pena de inhabilitación a que se refiere el inciso segundo de la letra f) del artículo anterior. (137)

Según lo adelantáramos en estas notas, el precepto transcrito consagra aquello que la doctrina penal califica como un "delito de peligro", lo cual se ve también confirmado por la historia fidedigna de su establecimiento<sup>38</sup>. En otras palabras, se trata de una figura delictiva que se perfecciona no en razón de un detrimento efectivo del bien jurídico que protege, sino por el riesgo o posibilidad de que ello ocurra<sup>39</sup>.

Lo anterior, conforme a lo que expresáramos más arriba, no implica el hecho de que para configurarse una infracción por uso de información privilegiada baste con el empleo, por parte de quien no tiene facultad para ello, de determinados antecedentes "confidenciales" y "relevantes" (según la significación y alcance legal que damos a estos términos), sino que, atendida su naturaleza de "delito de peligro", no resulta necesario, a efectos de concretarse el tipo penal, que se produzca efectivamente el beneficio buscado o querido por el autor, ora para sí ora en favor de un tercero.

En lo que respecta al concepto mismo de "información privilegiada" que contempla el tipo penal en examen, y a fin de evitar reiteraciones, nos remitimos a todo lo dicho sobre este particular con ocasión de los comentarios formulados al artículo 164 de la misma ley.

Relativa a los sujetos activos del delito, la norma difiere de los destinatarios que identifica la prohibición general del artículo 165, también ya comentada. En efecto, mientras esta última alude genéricamente a "cualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación tenga acceso a información privilegiada", el artículo 60 letra e) se refiere únicamente a las personas que menciona el artículo 166, esto es, aquellas que la ley presume tienen acceso o cuentan con esta clase de información<sup>40, 41</sup>.

<sup>38</sup> Así se expresa claramente en el acta correspondiente a la Sesión del Senado N° 18, de 14.12.93, en la cual se lee que "la norma propuesta -y en definitiva aprobada- recoge la figura (*insider trading*) como un delito de peligro".

<sup>39</sup> LABATUT G., Gustavo, "Derecho Penal", Tomo I, 9ª. Edición, Editorial Jurídica de Chile, Santiago, 1995, pág. 168.

<sup>40</sup> De acuerdo con este precepto: "Se presume que tienen acceso a información privilegiada, las siguientes personas:

- a) Los directores, gerentes, administradores y liquidadores del emisor o del inversionista institucional, en su caso;
- b) Las personas indicadas en la letra a), que se desempeñen en una sociedad que tenga la calidad de matriz o coligante controlador de la emisora de cuyos valores se trate o del inversionista institucional en su caso, y
- c) Los directores, gerentes, administradores, apoderados, asesores financieros u operadores, de intermediarios de valores. Tratándose de las personas indicadas en la letra c) del inciso precedente, la presunción señalada se entenderá referida exclusivamente a la información privilegiada definida en el inciso segundo del artículo 164, y también respecto de la información que tuvieren sobre la colocación de acciones de primera emisión que les hubiere sido encomendada. También se presume que tienen información privilegiada, en la medida que puedan tener acceso directo al hecho objeto de la información, las siguientes personas:
  - a) Los auditores externos e inspectores de cuenta del emisor, así como los socios y administradores de las sociedades de auditoría;
  - b) Los socios, administradores 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 o liquidadores del emisor o del inversionista institucional;
  - d) Las personas que presten servicios de asesoría permanente o temporal al emisor;
  - e) Los funcionarios públicos independientes de las instituciones que fiscalicen a emisores de valores de oferta pública o a fondos autorizados por ley, y
  - f) Los cónyuges o parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad, de las personas señaladas en la letra a) del inciso primero."

<sup>41</sup> Ver Nota N° 6 referida a objeción de la senadora Olga Feliú.

Teniendo presente lo expuesto, apuntaremos tres consideraciones que nos parecen de importancia:

- a) El hecho que la norma penal indique, explícita y determinadamente, los sujetos que pueden incurrir en este delito, excluye, a nuestro juicio, la posibilidad de sancionar criminalmente al tercero que ha obtenido de otro –que legalmente se encuentra impedido de proporcionar la información– un determinado antecedente confidencial y relevante, procediendo luego a su utilización o divulgación<sup>42</sup>.
- b) Las presunciones de acceso o tenencia de información privilegiada que establece el artículo 166 son simplemente legales, y por tanto, admiten prueba en contrario. Asimismo, llamamos la atención en el hecho de que tales presunciones exclusivamente dicen relación con la circunstancia de que ciertas personas, en razón de su cargo o posición, se entiende que normalmente cuentan con la posibilidad de conocer materias reservadas o confidenciales, pero en caso alguno ello implica o supone que tratándose de la imputación de un delito a alguna de ellas, no deba acreditarse por quien alega la infracción que, primero: el antecedente de que se trata reúne los requisitos legales para constituir información privilegiada, segundo: que el sujeto es susceptible de ser incluido dentro de los supuestos de hecho de la correspondiente presunción y, tercero: que realizó la conducta prohibida, satisfaciendo los demás elementos del tipo.
- c) El hecho de que la ley contemple presunciones referidas al “acceso” a la información privilegiada por parte de un determinado sujeto, no autoriza para presumir a su vez, y a partir de ello, que la persona ha empleado o hecho uso indebido de tal información. Recuérdese a este respecto que el artículo 488 de Código de Procedimiento Penal impide al tribunal elaborar presunciones judiciales sobre la base de presunciones legales, debiendo siempre establecer aquellas en función de hechos reales, conocidos y no inferidos<sup>43</sup>.

Ahora bien, analizado el tipo penal desde el punto de vista de su “verbo rector”, veremos que también en este aspecto existe una manifiesta diferencia con la descripción que de la conducta prohibida hace el artículo 165 de la misma ley.

El precepto cuya infracción permite hacer efectiva la responsabilidad civil sanciona dos hechos diversos; (i) por un lado la divulgación de información que, conforme al artículo 164, tiene la naturaleza de privilegiada y (ii) del otro, el empleo o utilización de dicha información con la finalidad de obtener un beneficio, propio o ajeno, precisando que se entiende concurrir este elemento si el sujeto adquiere, para sí o terceros, directa o indirectamente, los valores sobre los cuales posea dicha información.

La figura delictiva, en cambio, únicamente castiga el efectuar transacciones u operaciones de valores de oferta pública, y siempre que para tal objeto el agente hubiere usado deliberadamente información privilegiada.

En consecuencia, a la luz del propio tenor literal de las disposiciones examinadas, se concluye que la responsabilidad criminal en este ámbito se restringe exclusivamente a la realización, por parte del sujeto que se sirve o aprovecha indebidamente de la información privilegiada de que dispone, de “transacciones” u “operaciones” sobre los correspondientes valores. El sentido natural y obvio de tales expresiones nos indica que ha de tratarse de un “convenio o trato” (“transacción”), o bien de una “negociación o contrato” (“operación”) sobre esta categoría o especie de bienes.

<sup>42</sup> Según precisamos al tratar el punto, cabría plantear una hipótesis de responsabilidad civil del tercero solo en la medida que se determine que este sabía o debía saber que la respectiva información llegó a su conocimiento como consecuencia de la infracción de un deber legal.

<sup>43</sup> JIMÉNEZ, *Op. cit.* pág. 17.

En otras palabras, los hechos cuya ejecución se prohíbe solo incluyen actos jurídicos de carácter bilateral, es decir, convenciones que tengan por objeto crear, modificar o extinguir un derecho en relación con el título o valor cuya cotización haya sido susceptible de ser alterada por la vía del conocimiento que se tuviere de la pertinente información.

De lo expuesto se sigue que, a diferencia de la conducta que tipifica el artículo 165 de la ley, en este precepto se excluye, entre los hechos ilícitos, la mera circunstancia de divulgar información privilegiada, siendo únicamente punible la utilización indebida de la misma cuando ello se traduce en la celebración de una determinada convención.

Por otra parte, debe destacarse que en la misma línea anterior, en cuanto a la esfera de aplicación esencialmente restringida del ilícito penal, también se advierte una evidente diferencia con la disposición general del artículo 165, en lo tocante a la clase de título o valor que, en uno u otro caso, debe constituir el objeto de la transacción cuya ejecución se prohíbe. En efecto, mientras la citada norma alude a “valores”, sin otro calificativo especial, la letra e) del artículo 60 únicamente se refiere a “valores de oferta pública”.

Teniendo presente las definiciones que la misma ley contempla<sup>44</sup> a propósito de los conceptos enunciados, habrá que entender que tratándose de la prohibición general del artículo 165, el objeto del hecho o acto prohibido puede consistir en “cualesquiera títulos transferibles, incluyendo acciones, opciones a la compra y venta de acciones, bonos, *debentures*, cuotas de fondos mutuos, planes de ahorro, efectos de comercio y, en general, todo título de crédito o inversión.”<sup>45</sup> En cambio, a fin de establecer una eventual responsabilidad criminal por el uso indebido de información privilegiada, el “valor” a que ella se refiera y sobre el cual recae la transacción u operación, cueste lo que cueste deberá previamente haber sido materia de una “oferta dirigida al público en general o a ciertos sectores o a grupos específicos de este”<sup>46</sup>.

Para terminar, resta referirnos al requisito que de acuerdo con la ley debe existir para efectos de configurar la culpabilidad o, si se prefiere, valorar el elemento subjetivo de la acción, cual es, el dolo que tendrá que concurrir en el sujeto contra quien se dirija el reproche de naturaleza penal.

Al ocuparnos del elemento intencional en la descripción de la prohibición general del artículo 165, señalamos que el dolo, necesario para que surja responsabilidad civil en este ámbito, debe traducirse, entre otras cosas, en el hecho que el sujeto infractor haya pretendido –representándose así en su fuero interno– obtener un beneficio, propio o ajeno, a través de la divulgación de la información o ejecución de una conducta en aprovechamiento de tal información.

En materia criminal, el legislador exige, adicionalmente a lo dicho, que la persona a quien se imputa responsabilidad haya usado “deliberadamente” la pertinente información privilegiada<sup>47</sup>. En nuestra opinión, la mencionada condición significa que en estos casos la ley requiere que el dolo imputable al autor del hecho sea “específico” o “directo”<sup>48</sup>. De lo

<sup>44</sup> Cabe recordar que, de acuerdo con el artículo 20 del Código Civil, las palabras de la ley se entenderán en su sentido natural y obvio, a menos que el legislador expresamente les haya atribuido un significado especial.

<sup>45</sup> Art. 3, inc. 1°, Ley N° 18.045.

<sup>46</sup> Art. 4, inc. 1°, Ley N° 18.045.

<sup>47</sup> Aun cuando la letra e) del artículo 60 no se refiera explícitamente a la necesidad que el autor del hecho persiga mediante su ejecución un “beneficio” patrimonial –independientemente de que este se obtenga o no en la práctica–, creemos que las referencias que la misma contiene a las transacciones prohibidas tanto “para sí” como “para terceros”, por una parte, y la necesidad de que el uso de la información haya sido “deliberado”, por la otra, revelan inequívocamente que su sentido e intención ha sido el que deba también en la especie concurrir este requisito. De otra manera resultaría ciertamente difícil entender la circunstancia de que tal elemento se exija a efectos de configurar una infracción de carácter civil, sin que ocurra lo propio tratándose de la responsabilidad criminal. De igual modo, recordemos que la necesidad de que concorra este requisito se halla contemplada en el precepto que la propia autoridad de control considera “base o esencia” de la disposición. Ver Nota N° 28.

<sup>48</sup> Según NOVOA, “todas las veces que la ley quiere que en un determinado tipo concorra un dolo directo, lo dice expresamente, valiéndose de las palabras “intencionalmente”, “maliciosamente” u otras semejantes”. *Op. cit.*, pág. 524.

anterior se desprende que aun para aquellos que piensan que la “presunción de voluntariedad” a que alude el inciso segundo del artículo 1° de nuestro Código Penal constituye una “presunción de dolo”, v.gr. Novoa<sup>49</sup> Labatut<sup>50</sup> y Etcheverry<sup>51</sup>, la circunstancia de que el tipo penal en examen exija que el autor haya hecho un uso “deliberado” de la correspondiente información se traduce en que tal presunción no podría ser legítimamente aplicada en estos casos<sup>52, 53</sup>.

<sup>49</sup> *Op. cit.*, pág. 525.

<sup>50</sup> *Op. cit.*, pág. 154.

<sup>51</sup> *Op. cit.*, pág. 309.

<sup>52</sup> Comentando este aspecto, dice Etcheverry que las excepciones a la señalada presunción de dolo de ordinario se verifican “cuando la ley ha introducido términos como “maliciosamente”, “a sabiendas”, “intencionalmente”, “con conocimiento de causa”, etc. *Op. cit.*, pág. 310.

<sup>53</sup> Lo expuesto debe, además, entenderse sin perjuicio de que la “presunción de dolo” que consagraría el artículo 1° del Código Penal, en caso alguno implica —como dice Novoa— una inversión del peso de la prueba en términos que nuestra ley fuerce al imputado a descargarse de una acusación. *Op. cit.*, pág. 525.