

*Santiago, Enero 2004*

*Departamento de Derecho Económico*

*Escuela de Derecho*

*Universidad de Chile*

**MONOGRAFIA TALLER DE MERCADO DE CAPITALS**

**REGULACION DEL USO DE LA INFORMACION  
PRIVILEGIADA EN EL MERCADO DE VALORES.**

PROFESOR GUIA : GERMÁN VIDAL DUARTE

AUTOR : DIEGO CARVAJAL CASTRO.

*“La mejor fuente de información son las personas  
que han prometido no contárselo a otros.”*  
Mart, Marcel

# REGULACION DEL USO DE LA INFORMACION PRIVILEGIADA EN EL MERCADO DE VALORES

## LOS MERCADOS DE VALORES

### **CONCEPTO DE VALORES**

En su artículo 3 la ley de mercado de valores define a los valores como “cualesquiera títulos transferibles incluyendo acciones, opciones a la compra y venta de acciones, bonos, debentures, cuotas de fondos mutuos, planes de ahorro, efectos de comercio y, en general, todo título de crédito o inversión”.

De acuerdo con esta disposición se puede afirmar que para nuestra ley sólo se requieren dos elementos para constituir un valor, primero que exista un título, y segundo que este título sea transferible.

En cuanto al primer elemento, si echamos mano a la definición contenida en el Diccionario de la Lengua Española, nos encontramos con que “título” es “cierto documento que representa deuda pública o valor comercial”, Es decir, el concepto de “valor” estaría muy ligado a los de “título” y “documento”. Sin embargo, el concepto de título puede ser tomado en una acepción diversa, esta es como “derecho”, con la cual se podrían comprender valores en los cuales la vinculación documental no fuese del todo clara.

La acepción de “título” como documento, se ve reforzada por trabajos de diversos autores los cuales hablan de los títulos-valores, los cuales consisten

en documentos rodeados de ciertas formalidades externas, que da cuenta de una obligación del emisor, a favor de su dueño, poseedor o tenedor legítimo.<sup>1</sup>

En cuanto al segundo elemento, es decir, la transferibilidad del valor, es la característica distintiva de estos, la cual está recogida de manera más o menos general por nuestra legislación, así tenemos en el contexto de la ley 18.046 de Sociedades Anónimas, en su artículo 14 conforme al cual “Los estatutos de las sociedades abiertas no podrán estipular disposiciones que limiten la libre cesión de las acciones”.

## **MERCADO DE VALORES**

En materia económica el mercado ha sido definido como la instancia, ya sea un lugar físico, o el medio de comunicación o la agregación de ellos, donde se contactan libremente los potenciales compradores y vendedores de un determinado bien o servicio, dentro de los mercados existen distintos tipos, dependiendo del producto o servicio que se transe, el grado de competencia, del área geográfica y de otros elementos.

Dentro de estos tipos de mercados, tenemos al mercado de capitales, el cual ha sido conceptualizado como el que “...esta formado por los arriendos de dinero, comúnmente llamados prestamos o créditos, y también por el aporte de fondos mediante compra de acciones en sociedades anónimas o la

---

<sup>1</sup> Novoa Galán, Raúl y Novoa Muñoz, Carolina, *Derecho del Mercado de Capitales*. Editorial Jurídica de Chile, 1995.

participación en empresas que van a utilizar esos recursos para algún fin productivo”.<sup>2</sup>

Así vemos que la denominación de “mercado de capitales” tiende a producir confusiones, ya que lo transados en este tipo de mercado no son precisamente bienes de capital. Lo que realmente se comercia es crédito, sería mas preciso que se hablase de mercado de créditos.

Los créditos por su parte se puede que consisten en forma amplia como el traspaso del uso de un bien de una persona natural o jurídica, que renuncia a su uso, a favor de otra persona que lo adquiere por un plazo que puede a llegar a ser indefinido. Se presenta por una deuda a pagar (pasivo) por otra de quien contrata el crédito y como una deuda por cobrar por parte de quien lo otorga. Las operaciones crediticias pueden materializarse de forma muy distinta.

Por ultimo, la relación conceptual de mercado de capitales y de valores sería de genero a especie, debido a que el ultimo se restringe a la oferta publica de los instrumentos que el artículo 3 de la ley califica como valores.

### **AMBITO DE APLICACIÓN DE LA LEY 18.045**

La misma ley de Mercado de Valores nos señala su ámbito de aplicación, el cual esta dado por la oferta publica de valores y sus respectivos mercados e intermediarios, los que comprenden las bolsas de valores, los corredores de bolsa y los agentes de valores; los emisores e instrumentos de oferta publica y los mercados secundarios de dichos valores dentro y fuera de bolsas;

---

<sup>2</sup> .-*Diccionario de Términos Económicos de Uso Habitual*, Editorial Universitaria, Santiago 1998.

aplicándose la ley a todas las transacciones de valores que se originen en ofertas públicas de los mismos, o que se efectúen con intermediación por parte de los corredores o agentes de valores. La citada ley se aplica asimismo al mercado de las acciones de sociedades anónimas y en comanditas en las que al menos el 10% de su capital suscrito pertenece a un mínimo de 100 accionistas o que tiene 500 accionista o más (sociedades anónimas abiertas). Toda otra transacción es de carácter privado (artículo primero).

Es necesario tener presente el nuevo artículo 181, incorporado por la ley N° 19.301, la cual prescribe: “los preceptos de esta ley regularán supletoriamente las materias que tratan las demás leyes del Mercado de Valores en lo que no sean contrarias a las disposiciones de esas leyes y primaran sobre cualquier norma contractual o estatutaria que le fuere contraria”.

## LA INFORMACION PRIVILEGIADA

### **LA INFORMACION EN LOS MERCADOS DE VALORES**

Al tratarse el mercado de valores de uno de los componentes del sistema financiero, es necesario que para la estabilidad de este mismo, se garantice su adecuado funcionamiento. Una de las formas de lograr este adecuado funcionamiento pasa por mantener un acceso igualitario a la información, ya que la existencia en el mercado de cualquier inversor o agente que maneje información no conocida por el resto del mercado podría producir una importante distorsión dentro del mismo.

El concepto de información en el ámbito financiero es concebido como un bien económico, mediante el cual se pretende mejorar la asignación de recursos en

la economía, tanto a lo que se refiere a la asignación de riqueza entre los individuos, como a la formación del capital productivo.

La importancia de esta información radica en que las personas destinan parte de sus ingresos a la inversión en proyectos que les revistan algún tipo de utilidad, dentro de las alternativas de inversión con que cuentan las personas esta el mercado de valores, esto hace necesario que el ordenamiento jurídico vele por la publicidad de la información relevante de manera que el inversor pueda realmente elegir las opciones adecuadas conforme a las expectativas generadas.

## **CONCEPTO DE INFORMACION PRIVILEGIADA**

### **EN EL DERECHO COMPARADO**

En los Estados Unidos fue donde se origino y desarrollo legal y doctrinariamente el concepto de la información privilegiada, cuya expresión en el derecho anglosajón, es el "*insider trading*", la cual consiste en el comercio de valores sobre la base de información confidencial proveniente del interior de la compañía, esta supone la conducta abusiva de personas que se encuentran en el interior (*insider*). En 1933 se dicto en este país la *Securities Act* (ley de valores de 1933), que tuvo por objeto conseguir que los inversionistas estuvieran suficientemente informados y prohibir el fraude en la información sobre valores mobiliarios, seria posteriormente complementada por la *Securities Exchange Act*.

Pese a esto la regulación mencionada no define directamente el *insider trading*, para encontrar una definición a este concepto es necesario recurrir a la doctrina norteamericana y a su jurisprudencia que han aplicado y precisado ha esta figura, así podemos decir que la definición de *insider trading* consiste en el uso de información relevante, no publica, relativo al comercio de valores de una compañía por parte de un iniciado (*insider*) corporativo u otra persona que tenga un deber fiduciario con la compañía.<sup>3</sup>

Existen opiniones diversas entre los autores norteamericanos respecto a que es lo relevante para reconocer los casos en que se produce el uso de información privilegiada, por un lado se hace hincapié en la falta al deber de fidelidad entre ambas partes, o sea, la compañía y el *insider*. Para algunos autores, lo esencial es establecer criterios para determinar cuando la información tiene el carácter de “privilegiada”, ya sea por que se trate de informaciones que llegan ha conocimiento del iniciado en virtud del cargo que desempeña, criterio que resulta bastante impreciso y amplio, otras soluciones consideran a la información como privilegiada cuando se le ha considerado previamente como confidencial, o por lo valiosa que puede llegar a ser, en consideración de los beneficios que puede llegar a reportar.

En Francia, en 1967, se instauro la Comisión de Operaciones de Bolsa<sup>4</sup>, estableciendo a su vez una regulación relativa a la información de quienes poseen valores mobiliarios y la publicidad que deben revestir ciertas operaciones bursátiles, pese a que la ley no defino la información privilegiada, estableció la naturaleza de la información susceptible de ser privilegiada, que

---

<sup>3</sup> *Black's Law Dictionary. Minesota, West Group, 1996*

<sup>4</sup> A través de la Ordenanza n° 67-833, de septiembre de 1967.



sería aquella que diga relación con las perspectivas o la situación de un emisor de títulos negociables en un mercado reglamentado o sobre la evolución de un instrumento financiero admitido en un mercado reglamentado.

Posteriormente en 1990 se dictó un nuevo reglamento relativo al uso de información privilegiada en los mercados bursátiles<sup>5</sup>, se define en este a la información privilegiada como una información no pública, precisa, relativa a uno o varios emisores, uno o varios valores mobiliarios, uno o varios contratos a términos negociables, uno o varios productos financieros cotizables, los cuales, si se hicieran públicos, podrían tener una incidencia en la cotización del valor, del contrato o del producto financiero en cuestión.<sup>6</sup>

En Alemania lo relativo al tema de la información privilegiada tenía tratamiento a través de una serie de indicaciones de carácter voluntario conocidas como “directrices relativas al uso de la información privilegiada” las cuales definían al uso de la información privilegiada como hechos actuales no disponibles al público referidos a valores o a su emisor y que influirían significativamente en el precio de los valores si fueren publicados.

Posteriormente, Alemania tuvo que modificar esta regulación relativa a la información privilegiada, dictando una regulación de carácter legal hacia el año 1994, debido a la necesidad de uniformar la normativa existente con la Directiva número 89/592 de la Unión Europea, la cual ha conceptualizado en términos generales a la información privilegiada como “aquella información de carácter preciso, que no se haya hecho pública, que se refiera a uno o varios de

---

<sup>5</sup> Reglamento n° 90-08.

<sup>6</sup> Traducción: Salah Abuslame, María Agnes. Responsabilidad por el Uso de la Información Privilegiada en el Mercado de Valores. Santiago, Universidad de Chile, Facultad de Derecho, 2002.

sus emisores, y que de hacerse publica pudiera influir en manera apreciable sobre la cotización de dichos valores”.<sup>7</sup>

## **EN EL DERECHO NACIONAL**

El texto original de la ley 18.045 no definía directamente a la información privilegiada, pero en el artículo 13 del título tercero se refería a esta, disponiendo “que los directores, administradores y, en general, cualquier persona que en razón de su cargo o posición tenga acceso a información que aun no haya sido divulgada oficialmente al mercado por la compañía en el cumplimiento de la presente ley, y que sea capaz de influir en la cotización de los valores de la misma, deberán guardar estricta reserva”, aquí la ley en forma indirecta estableció los requisitos que deben concurrir para que la información tenga el carácter de privilegiada, que esta no se hubiese divulgado en forma oficial en el mercado y que tuviese el carácter de determinante, de tal manera que sea capaz de influir en la cotización de los valores de la compañía.

Posteriormente en el año 1994 se introdujo una importante modificación a la 18.045, mediante la Ley 19.301, la cual agrega el Título XXI, sistematizando un conjunto de normas relativas a la información privilegiada, esta modificación contó en su proceso de aprobación en el congreso con un alto grado de consenso, esto es quizá un reflejo de que la noción de la “información privilegiada” representa una manera de enfrentar el tema de los conflictos de interés, como un punto de vista trascendente para el desarrollo del mercado de capitales.

En el artículo 164 se incluyó una definición de la información privilegiada como “... cualquier información referida a uno o varios emisores de valores, a sus

---

<sup>7</sup> Número 1 del Artículo primero.

negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos, no divulgada al mercado y cuyo conocimiento, por naturaleza, sea capaz de influir en la cotización de los valores emitidos, como asimismo, la información reservada a que se refiere esta ley.

También se entenderá por información privilegiada, la que se tiene de operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores”.

Él artículo antes citado incluye tres conceptos esenciales.

Primero, la información privilegiada propiamente tal, que es cualquiera 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, de esta definición se puede distinguir los elementos que la conforman:

1. Que la información debe necesariamente referirse a uno o varios emisores de valores, a sus negocios o a uno o varios valores, debe tratarse de un emisor de valores de oferta pública y la información debe tener relación con el emisor mismo, o sus negocios, hay que recordar que el concepto de valores debe entenderse en armonía con el artículo 3 de la Ley de Mercado de Valores, el cual lo define.<sup>8</sup>
2. Debe tratarse de una información no divulgada, es decir, debe estar en conocimiento de un numero reducido de personas, la ley exige la falta de publicidad para efectos de ser considerada como privilegiada. Este requisito ya estaba contemplado en el derogado articulo trece de la Ley 18.045, pero a diferencia de la legislación previa a la modificación del año 1994, no exige

---

<sup>8</sup> “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 titulo de crédito o inversión”.

el legislador que la información, para ser considerada como publica deba de ser publicada “oficialmente”. Bastara simplemente con que esta sea divulgada por alguna medio idóneo. Surge entonces el problema de determinar el limite entre la persistencia de la posición de privilegio y el momento en que esta desaparece por ser de conocimiento publico. En todo caso, resolverlo será labor del juez para el caso concreto, sin perjuicio de que en determinados casos es el propio legislador el que establece cual es la forma idónea de hacer publica alguna información en particular, como lo hace por ejemplo, en el artículo 10 de la Ley de Mercado de valores.

3. El conocimiento de la información privilegiada, por su naturaleza debe ser capaz de influir en la cotización de los valores emitidos. Se requiere, por tanto, que la información sea relevante, significativa, cuyo conocimiento por el propio conocimiento de esta ultima sea capaz de alterar que tenían los títulos en su cotización en el mercado antes de que se tomara conocimiento constitutivo de la información por el mercado. Este elemento apunta a una relación de causalidad entre la información y la variación en el curso del valor, no es necesaria ninguna circunstancia adicional al solo conocimiento de los hecho constitutivo de la información por el mercado, sin embargo es una cuestiona de hecho que debe de ser determinada por la justicia, la naturaleza de la información capaz de influir en la cotización de los títulos de mercados, ya que la ley no señala normas al respecto.

El segundo concepto contenido en el artículo 164 de la Ley de Mercado de Valores es la información reservada, a la que se refiere el artículo 10 de la misma ley que también tendrá el carácter de privilegiada.

En el inciso tercero del artículo 10 de la Ley 18.045, se establece que “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 aun 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”.

Posteriormente en su inciso cuarto establece que “las decisiones y acuerdos a que se refiere el inciso anterior deberían ser comunicados a la Superintendencia al día siguiente hábil de su adopción”. Finalmente, dispone que “los que dolosa o culpablemente califiquen o concurran con su voto favorable a declarar como reservado un hecho o antecedente, de aquellos a que se refiere el inciso tercero de este artículo, responderán en la forma y términos establecidos en el artículo 55 de esta ley”. El artículo 55 establece responsabilidades solidarias de carácter civil, penal y administrativa por infracciones a la Ley de Mercado de Valores.

Constituye entonces información privilegiada de acuerdo al artículo 164, la que se tenga respecto de hechos o antecedentes que revistan carácter de esenciales de acuerdo con la misma ley y a los que se les dio expresamente el carácter de reservados.

Finalmente, y en tercer lugar el artículo 164, en su inciso segundo, establece que 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.

El artículo 4 bis letra e) de la Ley 18.045 define a los inversionistas institucionales como los bancos, sociedades financieras, compañías de seguros, entidades nacionales de reaseguro y administradoras de fondos autorizadas por la ley<sup>9</sup>. También constituyen inversionistas institucionales los que señale la Superintendencia de Valores y seguros mediante acto administrativo, siempre que se cumplan copulativamente dos condiciones: que el giro principal de las entidades sea la realización de inversiones financieras o

---

<sup>9</sup> Disposición originada por la modificación de la legislación del mercado de valores, con la dictación de la Ley 19.301

activos financieros, con fondos de terceros; y que el volumen de las transacciones, naturaleza de sus activos u otras características, permita calificar de relevante su participación en el mercado.

La sola circunstancia de que un inversionista institucional vaya a participar en una operación de adquisición o enajenación de valores le imprime a la información que el inversionista de valores pueda tener, el carácter de información privilegiada, estableciéndose por la ley una presunción simplemente legal de acceso a la misma.

## **PRINCIPIOS CONSTITUCIONALES**

Los fundamentos constitucionales involucrados en la figura de la información privilegiada los encontramos a través de normas como la del artículo primero inciso tercero de nuestra Constitución Política, el cual establece que él “Estado reconoce y ampara a los grupos intermedios a través de los cuales se organiza y estructura la sociedad y le garantiza la adecuada autonomía para cumplir sus propios fines específicos”, este es el principio de la subsidiariedad el cual debe regular y orientar al Estado de Chile para con los particulares y que tiene una incidencia directa en la actividad económica.

También está el llamado “orden público económico”, el cual a sido conceptualizado como “el conjunto de principios y normas jurídicas que organizan la economía de un país y facultan a la autoridad para regularla en armonía con los valores de la sociedad nacional formulados en la Constitución”<sup>10</sup>, este está compuesto por una serie de principios y normas contenidas en la Carta Magna, como en el artículo 19 referente a las garantías

---

<sup>10</sup> Cea Egaña, José Luis. “Tratado de la Constitución de 1980”. Editorial Jurídica de Chile, 1988

constitucionales tales como el derecho de propiedad en sus diversas especies sobre toda clase de bienes, la libertad para adquirirlos, limitaciones y obligaciones que derivan de la función social de la propiedad, el derecho a desarrollar cualquier actividad económica, la no discriminación arbitraria en el trato en materia económica.

## REGULACION DEL USO DE LA INFORMACION PRIVILEGIADA

### **ARGUMENTOS PARA PROHIBIR EL USO PARA LA INFORMACION PRIVILEGIADA.**

En el derecho comparado existe relativo consenso en cuanto a la necesidad de regular el uso de la información privilegiada, aunque igualmente existen algunas opiniones a favor de autorizar el uso de esta, dentro de esta postura se destaca al autor Henry Manne<sup>11</sup>, uno de los argumentos esgrimidos en pos de esta postura consiste en considerar que el *insider trading* permite que la información se refleje en los precios de los valores a que se afecta, siendo de esta manera, un instrumento en pro de la eficiencia del mercado de valores. En todo caso aquí solo desarrollaremos mas latamente parte de los argumentos que defienden la posición mayoritaria que, además, es la adoptada por el derecho nacional.

Un primer argumento consistiría en que el permitir el uso de información privilegiada produciría un efecto negativo para las empresas, debido a que los particulares se verían en una situación desmedrada, ante la asimetría de la

---

<sup>11</sup> Henry Manne, *Insider Trading and the Stock Market*, Nueva York, The Free Press, 1966.

información que se generan por la existencia de iniciados dentro de la sociedad, y una consecuente pérdida de confianza por parte de los inversionistas.

Otro efecto perjudicial derivado de la permisión en el uso de la información privilegiada tiene que ver con el desarrollo del mercado de capitales, ya que sólo es posible concebirlo de una manera equitativa, ordenada y transparente cuando quienes negocien en él, se encuentren en el mayor plano de igualdad posible lo que suponen, por cierto, el máximo equilibrio en la disponibilidad de información y de el mas justo uso del que ella se haga.

Esto último esta relacionado, con la protección de la fe pública y de los intereses de los inversionistas, la que sólo puede lograrse en la medida que se establezcan regulaciones jurídicas que tiendan a evitar el uso indebido de la información privilegiada.

## **SISTEMAS DE REGULACION**

Un primer sistema de regulación, es la echa a nivel estatal, la cual es la forma más típica de prevenir y sancionar la figura que es materia de este trabajo, aquí encontramos básicamente un sistema que combina elementos de prevención y de represión, o sea, normas que imponen deberes de divulgación sobre los entes emisores de valores de oferta pública respecto a la información y normas prohibitivas del uso de informaciones privilegiadas. En los ordenamientos se distingues tres estructuras represivas, a través de la sanción ya sea penal civil o administrativa, donde la primera cuenta con una mayor difusión dentro de los ordenamientos jurídicos

La segunda forma de regulación es por la vía contractual, esta tiene la característica de poder ser tanto de carácter preventivo como ex-post, o sea,



una vez consumado el echo dañoso, además, tiene la ventaja de determinar distintas formas de evaluar los daños producidos a causa del uso de información privilegiada y establecer ciertas presunciones para facilitar la prueba.

La tercera forma es la autorregulación, por la cual se debe entender la facultad que tienen determinados organismos para producir diversos grupos de normas en orden a regular su propia organización y funcionamiento, así como las operaciones que tienen lugar en dichas entidades. Existen una serie de argumentos que se puede esgrimir a favor de este sistema de autorregulación<sup>12</sup>.

- Tiende a fijar criterios éticos más estrictos que los meramente legales.
- Exhibe mayor aceptabilidad de las normas al haber sido creadas por los pares, ya que estos tienden a creer que se contribuyen al bien común.
- Mayor responsabilidad aceptada por los mismos creadores de las normas.
- Mayor sensibilidad de las normas con relación a las practicas comerciales.
- Mayor participación de los obligados por el sistema.
- Existencia de controles recíprocos.
- Mayor flexibilidad de las normas.
- Mayor conocimiento técnico de los profesionales para la regulación de la actividad.

Este sistema de autorregulación es propio del ordenamiento austríaco y alemán, pero no ha sido prospero, ya hacia el año 1994, el sistema germánico, recurrió a la represión penal en contra de las practicas del *insider trading*.

La cuarta forma de regulación es la internacional, en cuanto a esta no existe un consenso generalizado como forma de regulación, así como hay países que sólo sancionan civilmente el uso de la información privilegiada, otros otorgan

---

<sup>12</sup> Salah Abuslame, María Agnes. Responsabilidad por el Uso de la Información Privilegiada en el Mercado de Valores. Santiago, Universidad de Chile, Facultad de Derecho, 2002.

sanciones penales, también varia la amplitud del concepto en los distintos países, por esto podemos mencionar como forma de regulación internacional principalmente a los contenidos en tratados bi o multilaterales, o en promesas unilaterales.

Dentro de las medidas multilaterales cuyas fuentes corresponden a tratados o convenciones del derecho internacional, podemos mencionar como una de las más importantes la Directiva de la Unión Europea<sup>13</sup>, que en su artículo 10 establecía que los estados miembros de la Unión Europea deberán cooperar entre si con la finalidad de cumplir su misión de luchar contra el uso de la información privilegiada, también tenemos el artículo 11 de la directiva, la cual estimula a que los países pertenecientes a esta, desarrollen tratados con países no miembros con el fin de establecer regulaciones similares.

Otro ejemplo, ahora de un tratado bilateral, se encuentra en el “Acuerdo de Asistencia Mutua”, del 14 de diciembre de 1989 entre la *Securities Exchange Commission*, de Estados Unidos y la *Comission des Operations de Bourse* de Francia, acuerdo destinado a luchar contra el uso de la información privilegiada.

La otra forma de la regulación internacional esta contenida en las declaraciones unilaterales de voluntad, dentro de la cual destacan las promesas unilaterales. Estos actos tiene por finalidad obligarse a adoptar cierto comportamiento respecto de otros estados, estas promesas están principalmente vinculadas al principio de reciprocidad en materia internacional<sup>14</sup>.

---

<sup>13</sup> Directiva 89/592 Unión Europea. Modificado en Marzo del 2002

<sup>14</sup> Un ejemplo de esto lo encontramos en la regulación norteamericana contenida en la *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act*, la cual agrega una sección a la regulación de mercado de valores ya existente, y cuya finalidad es aumentar la cooperación entre los estados extranjeros.

## **Regulación Positiva en el Derecho Nacional**

### **Antecedentes Históricos**

La dictación de la ley 18.045 vino a llenar un vacío legal importante, en lo que dice relación a los conflictos de intereses derivados del uso de la información privilegiada, antes del 22 de octubre de 1981, fecha de dictación de la ley en cuestión, la materia estaba entregada a las normas del Código de Comercio, en cuanto a estatuto regulador del ámbito societario en general y en particular de las sociedades anónimas.

La ley estableció en su articulado un título tercero llamado, “De la Información Continua y Reservada”, la cual tenía por finalidad en líneas generales de establecer una serie de deberes y prohibiciones respecto a los agentes insertos dentro del mercado de valores, en cuanto al manejo de información relevante. Pese a esto la regulación de la Ley de Mercado de Valores, era exigua frente a la figura de la información privilegiada, ya que aunque, era posible reconocer la intención de legislador en cuanto a proporcionar una regulación a la explotación de ventajas informativas, lo cierto es que el artículo 13 de la ley era la única norma que recogiera la información y, además, lo hacía de forma deficiente.

Los inconvenientes presentados por el artículo 13 estaban dados por un lado debido a la carencia, como se explicó en el párrafo anterior, de un reconocimiento legislativo expreso de la noción de la información privilegiada, lo cual llevó durante la vida de la disposición a dos interpretaciones respecto de la naturaleza de la información que podría ser privilegiada. La norma restringidamente interpretada da como resultado que la información reservada

debía entenderse únicamente referida a la conceptuada en el artículo 10 de la ley 18.045 de Mercado de Valores, el cual prescribe: “No obstante en el inciso anterior, 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 conocer puedan perjudicar al interés social”. Por su parte, mediante una interpretación extensiva, se podía llegar a la conclusión de que la prohibición que hacía relación tanto con la negociación con la informaciones reservadas del artículo 10, como con otras informaciones que si bien no eran reservadas en el sentido que la propia ley establecía, aun no habían sido divulgadas al mercado y tenían la aptitud de influir en las cotizaciones de valores del mercado. De todo lo anterior se deriva que la ausencia de una figura que comprenda la información privilegiada provocó una importante discusión acerca del alcance de prohibición, con la siguiente pérdida de eficacia de la norma.

La segunda insuficiencia de la norma radicaba en la restricción del régimen de responsabilidades a un plano esencialmente societario, esto redundo finalmente en la falta de una efectiva preocupación por los intereses del mercado de valores como tal, esto es, de adecuadas medidas orientadas al resguardo de los intereses de los inversionistas en general, lo que se logra a través de la efectividad de los principios de igualdad, transparencia y buena fe, en las operaciones que en el se efectúa. El derecho de mercado de valores debe brindar protección a todos sus actores, y no sólo a algunos en particular<sup>15</sup>.

Las deficiencias antes mencionadas en la legislación llevaron a que en enero de 1993 el Presidente de la República, enviara un proyecto de ley al Congreso con el objetivo de modificar las leyes del mercado de valores, buscando “mejorar las

---

<sup>15</sup> .-Nuñez Plaza, Luisa Fernanda. La información Privilegiada en el Mercado de Valores. Viña del Mar, Universidad Adolfo Ibañez, Facultad de Derecho, 1998.

normas de regulación del mercado de capitales, especialmente en lo que se refiere a normas para reducir los conflictos de interés de sociedades que administran fondos de terceros he intermediadoras de valores,.... “<sup>16</sup>, esto llevo a que los años 1994 y 1995 entraran en vigencia las leyes N° 19.301 y 19.389 modificatorias de la ley 18.045, esto vino a constituir una respuesta a la necesidad de adecuación del mercado de valores nacional con la realidad que presentaban los mercados de países desarrollados, en especial, la de Estados Unidos.

Con la reforma el legislador por primera vez regulo en forma orgánica la materia, derogando el articulo 13 y destinando la materia todo un título de la misma ley, de nueve artículos (del 164 al 172), esta es el título XXI, llamado “De la Información Privilegiada”, contemplándose una definición legal de la información privilegiada, aun vigente, además de una prohibición general del uso de esta información, una serie de presunciones de que determinadas personas tienen acceso a esta, y finalmente un sistema de acciones y sanciones civiles y administrativas para perseguir la responsabilidad en caso de contravención al nuevo titulo instaurado, posteriormente a través de la ley 19.705 se introdujeron una serie de tipos penales relacionados con estas infracciones.

En 1995 se dictó la ley 19.389 cuya modificaciones apuntaron fundamentalmente a perfeccionar la regulación ya establecida por la ley N° 19.301.

### **Regulación del Titulo XXI de la Ley 18.045.**

---

<sup>16</sup> Congreso Nacional. Informes de la Comisión de Hacienda del Senado.

En conformidad a lo dictado por el artículo 165 de la Ley de Mercado de Valores la reglamentación que se hace de la información privilegiada es aplicable a cualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación tenga acceso a información privilegiada, aunque ellas hayan cesado en el ejercicio de sus funciones según lo establecido por el artículo 167 del mismo cuerpo legal.

La normativa en cuestión establece presunciones simplemente legales de acceso a información privilegiada, las que en conformidad al artículo 166, se pueden agrupar en dos grupos distintos:

En primer lugar este artículo 166 contempla en su primero que se presume el acceso a información privilegiada a las siguientes personas:

- a) Directores, Gerentes, Administradores y liquidadores del emisor o del inversionista institucional en su caso.
- b) Las personas indicadas en la letra a) precedente, que se desempeñan 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 intermediario de valores

Estas presunciones de acceso a información privilegiada sólo se refieren a la definición del artículo 164, es decir, la información “que se tiene de las operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores “.

La segunda parte del artículo 166 contempla una serie de presunciones legales no de acceso a información privilegiada, si no que presume que determinadas

personas tienen acceso a información privilegiada en la medida que tengan acceso directo al hecho objeto de la información. Esta presunción no opera de manera automática, deben ser probadas las circunstancias que las hacen procedente.

Las personas afectas a estas presunciones son de acuerdo al artículo 166:

- a) Los auditores externos e inspectores del emisor, así como los administradores de las sociedades de auditoría.
- b) Socios, administradores y miembros de los consejos de clasificación de las sociedades clasificadoras de riesgo que clasifiquen valores del emisor o de este último.
- c) Dependientes que trabajen bajo la dirección o supervisión directa de los directores, gerentes, administradores, o liquidadores del emisor o del inversionista institucional.
- d) Personas que prestan servicio de asesoría permanente o temporal al emisor.
- e) Funcionarios públicos dependientes de las instituciones que fiscalizan a emisores de oferta pública o a fondos autorizados por ley.
- f) Cónyuges o parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad, de las personas señaladas en la letra a) del artículo 166; esto es: los respectivos cónyuges y parientes de los directores, gerentes, administradores y liquidadores de emisores o inversionistas institucionales.

Para destruir estas presunciones legales de acceso, deben rendirse prueba en contrario de acuerdo a reglas generales en materia probatoria.

## **Deberes y prohibiciones impuestos por la Ley.**

De acuerdo al artículo 165 de la Ley de Mercado de Valores, las personas que en razón de su cargo, posición, actividad o relación, tengan acceso a información privilegiada quedan afectas a las siguientes obligaciones:

Obligación de reserva, respecto a los hechos constitutivos de la información privilegiada, con el objeto de impedir su divulgación en forma indiscriminada de manera que los terceros no puedan fácilmente utilizar dicha información.

Las personas antes mencionadas se les prohíbe utilizar esta información en beneficio propio o ajeno.<sup>17</sup>

Sé prohíbe también a estos individuos adquirir para sí o para terceros, directa o indirectamente los valores sobre los cuales posean información privilegiada.

Sé prohíbe, además, que estos se valgan 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 este determinada por estos valores.

Por último se impone la obligación de abstenerse de comunicar dicha información a terceros o bien, recomendar la adquisición o enajenación de los valores citados, ya sea que actúan personalmente o por medio de subordinados o terceros de su confianza.

El mismo artículo 165 después de señalar las aplicaciones señaladas estableció que no obstante estas, los intermediarios de valores que estuvieran en su

---

<sup>17</sup> Artículo 162 letra d).



poder información privilegiada a la que alude el artículo 164, poder hacer operaciones respecto de los valores a que ella se refiere, siempre que la orden y las condiciones específicas de la operación provenga del cliente, sin que el corredor haya recomendado ni brindado asesoría en la operación proyectada.

Por su parte el artículo 168 de la Ley, consagra ciertas obligaciones aplicables a los intermediarios de valores, cuyos directores, administradores, apoderados, gerentes u operadores de mercados, participen en la administración de un emisor de valores de oferta pública, mediante su desempeño como directores, administradores, gerentes o liquidadores de este último o de sus filiales.

La primera de estas obligaciones es la de informar a sus clientes de las circunstancias de que sus directores o ejecutivos participan en la administración de un emisor de valores de oferta pública, sea que se desempeñen en la matriz o bien en alguna coligante.

La segunda obligación del artículo 168 consiste en que los intermediarios de valores cuyos personeros intervienen en la administración de una sociedad emisora de valores de oferta pública, deben de abstenerse de realizar para si o para terceros, intermediarios o relacionados, operaciones de adquisición o transacción de acciones emitidas por dicho emisor. Esta norma fundamentalmente prohíbe a los corredores de bolsa efectuar cualquier transacción de acciones emitidas por alguna entidad en cuya administración participaran personas que desempeñan sus labores en el mismo emisor.

El artículo 171 de la Ley 18.045 contiene dos obligaciones vinculadas al concepto de información privilegiada la primera afecta a las personas que participan en las decisiones y operaciones de adquisición de valores para inversionistas institucionales e intermediarios de valores, y aquellos que en

razón de su cargo o posición tengan acceso a información respecto de las transacciones de estas entidades, quienes deberán informar a la empresa de toda adquisición o enajenación de valores que hayan realizado dentro de las veinticuatro horas siguientes a la transacción que se haya llevado a cabo. La otra obligación se refiere al deber que tienen estos sujetos de informar a la Superintendencia de Valores y Seguros, dentro de cinco días hábiles, acerca de las transacciones que les comunican los personeros, a que elude la misma disposición, cada vez que acumulen dentro de los treinta días anteriores al de la transacción, operaciones equivalentes en dinero a 50 Unidades de Fomento.

Por último haremos mención a la disposición del artículo 169 de la ley que en sus primeros 2 incisos introduce como medida de prevención las llamadas “Murallas Chinas”<sup>18</sup>, con la finalidad de evitar el traspaso de información entre diversas áreas de una misma institución. La disposición establece en concreto que las actividades de intermediación de valores y la de las personas que dependen de dichos intermediarios, que actúan como operadoras de mesas de dinero, realicen asesorías financieras, y gestión de inversiones, además, adoptan decisiones de adquisición, mantención o enajenación de instrumentos para sí como para sus clientes, deberán realizarse en forma separada, independiente y autónoma de cualquier otra naturaleza, de gestión y otorgamiento de créditos, desarrollada por inversionistas institucionales u otros intermediarios de valores.

---

<sup>18</sup> Novoa Galán, Raúl y Novoa Muñoz, Carolina, *Derecho del Mercado de Capitales*.

## Responsabilidad por el Uso de Información Privilegiada

### **Responsabilidad Civil.**

La regla general es que toda persona perjudicada por actuaciones que impliquen infracción a las disposiciones del título XXI de la Ley de Mercado de Valores tendría derecho de demandar indemnización en contra de las personas infractoras, esta acción tendrá un plazo de prescripción de un año contado desde la fecha en que la información privilegiada divulga al mercado y al público inversionista.

Las personas que hayan actuado en contravención a lo dispuesto en el Título, deberán entregar a beneficio fiscal, cuando no hubiere otro perjudicado, toda utilidad o beneficio pecuniario que hubieren obtenido a través de transacciones de valores del emisor de que se trate.

Se contemplan, además, responsabilidades de carácter especial, como la de aquel que infrinja lo dispuesto en el artículo 169 será responsable civilmente de los daños ocasionados al cliente respectivo o los fondos en su caso, sin perjuicio de las sanciones penales y administrativas que correspondan. Otra responsabilidad especial la encontramos en el artículo 85<sup>19</sup>, respecto a los miembros de las clasificadoras de riesgo.

---

<sup>19</sup> Artículo 85.- A los socios, administradores, y en general a cualquier persona que en razón de su cargo o posición tenga acceso a información reservada de las sociedades clasificadas, se les prohíbe valerse de dicha información para obtener para sí o para otros, ventajas económicas de cualquier tipo. Las personas mencionadas que hayan actuado en contravención a lo establecido en este artículo, deberán devolver a la caja social del emisor toda utilidad que hubieren obtenido, valiéndose de la información

## **Sanciones Penales y Administrativas.**

El título XI trata de las sanciones que se aplican en materia de los mercados de valores, las sanciones administrativas las encontramos en el artículo 58, que dice “La Superintendencia aplicará a los infractores de esta ley, de sus normas complementarias, de los estatutos y reglamentos internos que lo rigen y de las resoluciones que dicte conforme a sus facultades, las sanciones y apremios establecidos en su ley orgánica y las administrativas que se establecen en la presente ley”.

Posteriormente el inciso tercero del mismo artículo prescribe que “Cuando en el ejercicio de sus funciones, los funcionarios de la Superintendencia tomen conocimiento de hechos que pudieran ser constitutivos de los delitos señalados en los artículos 59 y 60 de esta ley, salvo en lo referente a la conducta ministerial de sus subalterno, el plazo de 24 horas a que se refiere el artículo 176 del Código Procesal Penal, sólo se contará desde que la Superintendencia haya efectuado la investigación correspondiente que le permita confirmar la existencia de tales hechos y de sus circunstancias, todo sin perjuicio de las sanciones administrativas que pudiere aplicar por esas mismas situaciones”.

En materia penal existe cierta diferencia ya que el objetivo no consiste en indemnizar los perjuicios causados por la conducta ilícita, coincidiendo en el mayor de los casos en la devolución de las garantías obtenidas y en la aplicación de multas.

---

reservada. Asimismo, toda persona que se sintiere perjudicada por infracción a lo dispuesto precedentemente tendrá derecho a demandar indemnización de perjuicios en contra de las personas indicadas en el inciso primero. Lo anterior es sin perjuicio de lo dispuesto en las letras e) del artículo 59 y d) del artículo 60.

Recurriendo al artículo 59 de la ley tenemos que “sufrirán las penas de presidio menor en su grado medio a presidio mayor en su grado mínimo”.

(...)

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

En cuanto al artículo 60 “sufrirán las penas de presidio menor en cualquiera de sus grados.

(...)

- d) Los socios, administradores y, en general cualquier persona que en razón de su cargo o posición en las sociedades clasificadoras, tenga acceso a información reservada de los emisores clasificados y revele el contenido de dicha información a terceros, y
- e) Las personas a que se refiere el artículo 166, que al efectuar las transacciones u operaciones de oferta pública, de cualquier naturaleza en el mercado de valores o en negociaciones privadas, para si o para terceros, directa o indirectamente, usaren deliberadamente información privilegiada.

A las personas a que se refiere esta letra, si fueran condenadas por sentencia ejecutoriadas, se les aplicara accesoriamente la pena de inhabilitación a que se refiere el inciso 2 de la letra f) del artículo anterior.

Aquí se presentaría un concurso de leyes, atendido que las normas transcritas se refieren a situaciones idénticas o similares particularmente en el caso de las clasificadoras y en el de las administradoras.

## CONCLUSIONES.

La economía chilena sigue sustentándose sobre la base de la extracción de recursos naturales, pese a que se ha vivido en cierta medida un progreso en el área industrial, este es poco significativo en relación a nuestra actividad económica considerada a nivel mundial. Nuestro país vive en una relativa estabilidad económica en el ámbito mundial, pero seguimos siendo permeables a los sucesos económicos internacionales, especialmente en las crisis, como las que se han vivido en el último tiempo. Es debido a esto que se hace necesaria la modernización del mercado de valores mediante la regulación y sistematización de la información privilegiada, la creación de las garantías establecidas en el título XXII de la ley que regula esta materia, pueden ser considerados instrumentos importantes para fortalecer nuestra economía y la fe pública, los inversionistas a nivel nacional tanto como los extranjeros requieren seguridades, ya que sólo mediante las inversiones de estos es posible el crecimiento de nuestro país y lograr que Chile exporte bienes manufacturados y no sólo materias primas.

En este contexto una regulación adecuada institución de la información privilegiada debe ser capaz de otorgar transparencia y equidad al mercado de valores, es debido a esta, que debe darse la real importancia que merece esta figura, siendo necesaria una regulación completa desde las distintas áreas de nuestra legislación positiva.

## BIBLIOGRAFIA

1. Ley 18.045 de Mercado de Valores
2. Ley 18.046 de Mercado de Capitales
3. Constitución Política de la República de Chile, Editorial Jurídica de Chile.
4. *Diccionario de Términos Económicos de Uso Habitual*, Editorial Universitaria, Santiago 1998.
5. *Diccionario de La Lengua Española*. Vigésimo Primera Edición. Madrid, 1996
6. Novoa Galán, Raúl y Novoa Muñoz, Carolina, *Derecho del Mercado de Capitales*. Editorial Jurídica de Chile, 1995.
7. Nuñez Plaza, Luisa Fernanda. La información Privilegiada en el Mercado de Valores. Viña del Mar, Universidad Adolfo Ibañez, Facultad de Derecho, 1998.
8. Salah Abuslame, María Agnes. Responsabilidad por el Uso de la Información Privilegiada en el Mercado de Valores. Santiago, Universidad de Chile, Facultad de Derecho, 2002.

9. Collao Mansilla, Patricio Hugo. *De la Información Privilegiada en la Ley de Mercado de Valores*. Santiago, Universidad de Chile, Facultad de Derecho, 1998.
10. Kamelmajer de Carlucci, Aide. *Un Caso de Fraude en el Mercado de Valores: el llamado Insider Trading*. Buenos Aires, Rubinzal-Culzini editores, 1995.
11. Black's Law Dictionary. Minnesota, West Group, 1996.
12. Cea Egaña, José Luis. "Tratado de la Constitución de 1980". Editorial Jurídica de Chile, 1988.
13. Henry Manne, *Insider Trading and the Stock Market*, Nueva York, The Free Press, 1966.
14. Legislación Unión Europea. sitio internet, [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int)



# INDICE DE MATERIAS

<b>1</b>	<b>LOS MERCADOS DE VALORES</b> .....	<b>III</b>
1.1	CONCEPTO DE VALORES.....	III
1.2	MERCADO DE VALORES.....	IV
1.3	AMBITO DE APLICACIÓN DE LA LEY 18.045.....	V
<b>2</b>	<b>LA INFORMACION PRIVILEGIADA</b> .....	<b>VI</b>
2.1	LA INFORMACION EN LOS MERCADOS DE VALORES .....	VI
2.2	CONCEPTO DE INFORMACION PRIVILEGIADA .....	VII
2.2.1	<i>EN EL DERECHO COMPARADO</i> .....	<i>vii</i>
2.2.2	<i>EN EL DERECHO NACIONAL</i> .....	<i>x</i>
2.3	PRINCIPIOS CONSTITUCIONALES .....	XIV
<b>3</b>	<b>REGULACION DEL USO DE LA INFORMACION PRIVILEGIADA</b> .....	<b>XV</b>
3.1	ARGUMENTOS PARA PROHIBIR EL USO PARA LA INFORMACION PRIVILEGIADA. ....	xv
3.2	SISTEMAS DE REGULACION .....	XVI
3.3	REGULACIÓN POSITIVA EN EL DERECHO NACIONAL.....	XIX
3.3.1	<i>Antecedentes Históricos</i> .....	<i>xix</i>
3.3.2	<i>Regulación del Título XXI de la Ley 18.045.</i> .....	<i>xxi</i>
3.3.3	<i>Deberes y prohibiciones impuestos por la Ley.</i> .....	<i>xxiv</i>
<b>4</b>	<b>RESPONSABILIDAD POR EL USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA</b> .....	<b>XXVII</b>
4.1	RESPONSABILIDAD CIVIL .....	XXVII
4.2	SANCIONES PENALES Y ADMINISTRATIVAS.....	XXVIII
<b>5</b>	<b>CONCLUSIONES</b> .....	<b>XXX</b>
<b>6</b>	<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	<b>XXXI</b>