



Universidad de Chile
Facultad de Derecho
Departamento de Derecho Económico

MANIPULACIÓN DE PRECIOS EN EL MERCADO DE VALORES:
UN ANÁLISIS COMPARADO.

Memoria de prueba para optar al grado de licenciado en ciencias jurídicas y sociales

AUTOR: SOFÍA CHARLOTTE O'RYAN SANDERS
PROFESOR GUÍA: MARIO VALDERRAMA VENEGAS

Santiago, Chile

2012

ÍNDICE.

INTRODUCCION	1
CAPITULO I: FUNDAMENTOS DE LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES ..	7
1. Definición mercado de valores.-	7
2. Importancia del mercado de valores en la economía nacional.-	10
3. Formación de precios en el mercado de valores.-	15
4. Necesidad de Regulación del mercado de valores.-	22
CAPITULO II: MANIPULACIÓN DE MERCADO EN EL DERECHO COMPARADO	26
1. Regulación en EE.UU. y la U.E.-	26
2. Definición de Manipulación de Precios.-	27
3. Sujeto Activo: ¿Quién puede ser Manipulador?	30
4. Conductas englobadas por la Manipulación de Precios.-	32
4.1. Manipulación basada en la Acción.-	33
4.2. Manipulación basada en la Información.-	34
4.3. Manipulación basada en la Negociación.-	35
5. Condiciones que debe tener el mercado y efectos que en él produce.-	39
5.1. Condiciones del mercado que favorecen la manipulación.-	39
5.2. Efectos que produce en el Mercado.-	42
6. Sanciones.-	43
6.1. Derecho Administrativo Sancionatorio.-	44
6.2. Sanciones Administrativas.-	46
6.2.1 Estados Unidos.-	47
6.2.2 Unión Europea.-	49
A. España.-	50
B. Reino Unido.-	51
C. Breve reseña a otras legislaciones.-	52
6.3. Derecho Penal Económico.-	52

6.4.	Sanciones Penales.-	57
6.4.1.	Estados Unidos.-	57
6.4.2.	Unión Europea.-	58
A.	España.-	59
B.	Reino Unido.-	60
C.	Otras Legislaciones.-	62
6.5.	Non Bis in Ídem.-	63
6.6.	Opinión de la doctrina respecto del tipo de sanción más conveniente.-	67

CAPITULO III: MANIPULACIÓN DE MERCADO EN LA JURISPRUDENCIA
COMPARADA 70

1.	Jurisprudencia EE.UU.-	70
1.1.	Corte Suprema.-	71
1.1.1.	Caso Merrill Lynch.-	71
1.1.2.	Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific-Atlanta Inc., et al.-	73
1.1.3.	Holmes v. Securities Investor Protector Corporation et al.-	75
1.1.4.	Dura Pharmaceuticals, inc., et al v. Michael Broudo et al.-	76
1.2.	SEC.-	78
1.2.1.	WAMEX Holding inc.-	78
1.2.2.	Paravant Computer System, Inc.-	80
1.2.3.	H. J. Meyers & Co., Inc.-	82
1.2.4.	Newbridge Valores SA.-	83
1.2.5.	James T. Patten.-	87
1.3.	Conclusiones.-	89
2.	Jurisprudencia en la Unión Europea.-	90
2.1.	Jurisprudencia de España.-	91
2.1.1.	Comisión Nacional de Mercado de Valores (“CNMV”).-	91
2.1.1.1.	Recurso de I.I. S.A contra la Orden del Ministro de Economía y Hacienda.-	91
2.1.1.2.	Recurso de Don I.J.L.H contra la Administración del Estado.-	93
2.1.1.3.	Recurso de M. S.A contra la Administración del Estado.-	95

2.1.1.4.	Recurso de S. S.A. y don J.M.R contra el Ministerio de Economía.-.....	96
2.1.2.	Tribunal Supremo Sala Penal.-	98
2.1.2.1.	Caso Banesto.-.....	98
2.1.2.2.	Caso KIO.-.....	101
2.1.2.3.	Caso Adjudicación de obras públicas.-.....	104
2.1.3.	Conclusiones.-.....	106
2.2.	Jurisprudencia del Reino Unido.-.....	107
2.2.1.	Case Law de la FSA.-	107
2.2.1.1.	Caso Royal Dutch/Shell Group.-	107
2.2.1.2.	R v Rigby, Bailey and Rowley.-.....	110
2.2.1.3.	Caso Mr. Kahn.-	111
2.2.1.4.	Caso de Mr. Alexander.-	114
2.2.1.5.	Caso Jason Geddis.-.....	115
2.2.2.	Case Law del Tribunal de Finanzas y Mercado.-.....	116
2.2.2.1.	Davidson y Tatham v. FSA.-.....	117
2.2.2.2.	Winterflood Securities Ltd & Ors v FSA.-.....	119
2.2.2.3.	Watts v FSA.-	121
2.2.3.	Conclusiones.-.....	122
2.3.	Conclusiones de la regulación en la UE.-	123
 CAPITULO IV: MANIPULACIÓN DE MERCADO EN CHILE		125
1.	Regulación en Chile.-.....	125
1.1.	Código Penal.-.....	125
1.2.	Ley de mercado de valores.-	126
1.3.	Normativa Interna Bolsa de Valores.-.....	128
2.	Sanciones.-	129
3.	Órgano encargado.-.....	133
4.	Bien Jurídico Protegido.-	134
5.	Ámbito de aplicación de la norma.-	135
6.	Estructura del Delito.-	137
6.1.	Artículo 52 LMV.-	137

6.2.	Artículo 53 LMV.-	139
6.3.	Artículo 61 LMV.-	140
7.	Jurisprudencia.-	141
7.1.	Jurisprudencia Administrativa.-	141
7.1.1.	Manipulación de precios a través de negociación (artículo 52).-.....	142
7.1.1.1	MBI Corredores de Bolsa S.A.-.....	142
7.1.1.2.	Banchile Corredores de Bolsa S.A.-.....	145
7.1.1.3.	Luis Guillermo Díaz Marín.-	146
7.1.2.	Manipulación de precios por colusión, transacciones ficticias o indicios falsos (Artículo 53 LMV).-	148
7.1.2.1.	Scotia Sud Americano Corredores de Bolsa S.A.-	149
7.1.2.2.	Felipe Donoso-Torres Labra.-	150
7.1.2.3.	Banco Estado Corredores S.A. y Edgardo Cabañas Cardemil.-	152
7.1.2.4.	Alfa Corredores de Bolsa.-	154
7.1.3.	Manipulación por información falsa (Artículo 65 LMV).-	155
7.1.3.1.	Banchile Corredores de Bolsa.-	156
7.1.3.2.	Santander Santiago S.A.-.....	157
7.1.3.3.	Penta Administradora General de Fondos S.A.-.....	159
7.1.3.4.	Víctor Manuel Ojeda Méndez.-	160
7.2.	Jurisprudencia Penal.-	162
7.2.1.	Recurso de Amparo de Zylberberg Klos y José Yuraszeck Troncoso.-.....	163
7.2.2.	Recurso de Queja del Presidente del Consejo de Defensa del Estado.-	165
7.2.3.	Proceso contra el Senador don Francisco Javier Errázuriz Talavera	167
8.	Conclusiones Manipulación de Precios en Chile.-	169
CONCLUSIONES GENERALES		174
BIBLIOGRAFÍA		181

RESUMEN

La manipulación de precios ha sido marginada del abuso de mercado por la gran relevancia que ha tomado la información privilegiada. Sin embargo, su importancia en la mantención de un mercado equilibrado, competitivo y transparente, es incalculable.

Existen múltiples diferencias en el tratamiento comparado de este ilícito, lo cual queda de manifiesto en las distintas sanciones, que van de administrativas a penales, al mismo tiempo que tienen en común el hecho de querer sancionar de manera preventiva este ilícito para que no se repita y no afecte la confianza en el mercado y, consecuentemente, la fe pública. Este análisis busca primero, otorgar una comprensión más adecuada del ilícito de manipulación de precios dentro del mercado de valores, y segundo, comparar las regulaciones de Estados Unidos y la Unión Europea con la chilena, y dar una aproximación de cuál sería una tipificación adecuada y la mejor sanción aplicable a esta conducta.

INTRODUCCION

El mercado de valores es el centro donde se intermedian instrumentos financieros, que han sido definidos por la Ley N° 18.045, Ley de Mercado de Valores (“LMV”) como “valores”¹, entre quienes los ofrecen públicamente (a través de su oferta pública) y quienes tienen superávit de ahorro (que buscan -por cierto- una buena alternativa de inversión), como lo detallaremos en el Capítulo I del presente trabajo.

Por tratarse de un mercado en que el precio del objeto transado depende, en gran medida, de la información que existe acerca de éste y la confianza del público en que dichos precios se determinan de forma espontánea en dicho mercado, resulta relevante proteger tal expectativa del público de conductas que puedan afectar la fe pública (esto es, un convencimiento general de la regularidad y confiabilidad del mercado), la igualdad de acceso a la información entre inversores, la transparencia –existencia de información plena y veraz- y la integridad del mercado.

Asimismo, hay que considerar que la existencia del mercado de valores se debe a su mayor liquidez, entendida como “la facilidad con que los activos financieros se transfieren sin pérdida de valor”², ya que éste evita los grandes costos de transacción que implica transformar a dinero dichos valores y viceversa. Por tanto, su importancia radica, en entregar un medio donde realizar transacciones entre demandantes y oferentes de recursos, que a su vez entregue garantías y confianza a quienes en él intervienen. Sobre todo, hoy en día por ser uno de los principales medios de financiamiento de empresas, y de inversión del público a corto y largo plazo, tanto de particulares como de inversionistas institucionales, tales son los casos de sociedades aseguradoras, administradoras de fondos, AFP, entre otros. Al respecto, es importante destacar que uno de los casos más relevantes de inversionistas institucionales son las administradoras de

¹ En virtud del artículo 3 de la LMV: “se entenderá por valores cualesquiera títulos transferibles incluyendo acciones, opciones a la compra y venta de acciones, bonos, debentures, cuotas de fondo mutuos, planes de ahorro, efectos de comercio y, en general, todo título de crédito o inversión”.

² ARAGONÉS, José y MASCAREÑAS, Juan. “La eficiencia y el equilibrio en los mercados de capital”. *Análisis Financiero*, no.64: pp. 76-89. Madrid, España, 1994. Disponible en World Wide web: <<http://www.ucm.es/info/jmas/temas/eficienc.pdf>> [Última visita: 24 de Agosto de 2011]. p.1

fondos de pensiones o AFPs, pues a través de éstas, en virtud de la obligación legal de cotizar por un porcentaje de la remuneración y renta imponible³, todos participamos y asumimos riesgos de forma indirecta en el mercado de valores.

La eficiencia del mercado depende, en gran medida, en que las partes formadoras de precios sean partes anónimas⁴, que transen idealmente con información simétrica, veraz, suficiente y oportuna, pues el valor de los bienes transados en el mercado de valores depende de la información acerca de los flujos futuros de la empresa, y de la capacidad de los agentes de anticipar dichos flujos. Cumpliendo las indicadas condiciones, los precios se fijarán a través de la oferta y la demanda real, y reflejarán de mejor manera su verdadero valor, ya que “los precios de los títulos que se negocian en los mercados financieros eficientes reflejan toda la información disponible y se ajustan total y rápidamente a la nueva información”⁵. En medida que la información del valor –según hemos explicado- se refleje en el precio, oferente y demandante estarán dispuestos a transar por un precio similar, lo cual permitirá una mayor liquidez del valor transado.

Pese a lo anterior, muchas veces sucede en el mercado que no todos pueden acceder a la misma información, de tal manera que “primero reaccionarán aquéllos que tengan acceso a dicha información (...) Seguidamente, el resto de los participantes reaccionarán ante dicha información, no porque la conozcan, sino porque la infieren de las variaciones en los precios producidas por los participantes que tienen acceso a la misma”⁶. En ello radica la importancia de que los precios reflejen información real, y no busquen beneficiar a aquellos más cercanos a la información, a costa de quienes actúan buscándola.

Estas mismas razones justifican la existencia de deberes de información en el mercado de valores. Así tanto el artículo 9 como el artículo 10 de la LMV destacan la relevancia de la

³ Artículo 17, inciso primero del Decreto Ley 3.500: “Los trabajadores afiliados al Sistema, menores de 65 años de edad si son hombres, y menores de 60 años de edad si son mujeres, estarán obligados a cotizar en su cuenta de capitalización individual el 10 por ciento de sus remuneraciones y rentas imponibles”.

⁴ Las partes deben ser anónimas entre sí, para asegurar que la formación de precio, tenga relación con la información que existe en el mercado, y no con el agente vinculado al valor y evitar la posibilidad de acuerdos entre los participantes, para distorsionar los precios.

⁵ ARAGONÉS, José y MASCAREÑAS, Juan. *Op Cit.* (nº2) p.3. Destacado del autor.

⁶ *Ibíd.* p.2

divulgación de información esencial, que sería aquella que un hombre juicioso consideraría relevante al momento de realizar la inversión. Dicha información debe ser difundida no sólo a los agentes de mercado, sino que al público en general, salvo cuando se considere que ella es reservada por referirse a negocios aún pendientes, en cuyo caso, se debe difundir sólo una vez para que no perjudique las negociaciones.

Por ello la LMV ha establecido ciertos delitos que tienen como objeto de protección, a modo general, el resguardo de la fe pública, cuya importancia está dada por la garantía de autenticidad y confianza que debe otorgar el Estado⁷ a los particulares en la vida jurídica. La falta o afectación de este bien jurídico en el Estado de Derecho, provocaría la incerteza en las relaciones no sólo entre particulares, sino también entre ellos y el Estado, afectando gravemente el tráfico jurídico⁸. En específico, se ha considerado que también protegen la confianza en el correcto funcionamiento del mercado de valores a través de la tipificación de ilícitos que afectan su transparencia, la libre y limpia competencia.

Durante décadas, la doctrina, distintas legislaciones y la jurisprudencia se han referido extensamente al uso de información privilegiada como ilícito sancionado por la legislación protectora de la rectitud en el desarrollo de los mercados financieros, siendo conocidas estas conductas en nuestro país por la Superintendencia de Valores y Seguros (“SVS”) y, eventualmente, si son consideradas como delito, por el Ministerio Público. Bullados han sido los casos de uso de información privilegiada previo al anuncio de la fusión Falabella-D&S, y en la compra de acciones de LAN, anterior a la publicación de sus estados financieros.

Sin embargo, la noción de uso de información privilegiada –y su sanción- no parece englobar todos los ilícitos que se pueden cometer en el mercado de valores. Existe un caso muy importante que no alcanza a ser cubierto por dicha noción, siendo éste la manipulación y fijación de precios; ámbito poco desarrollado no sólo por la doctrina, sino que además, escasamente recogido en la legislación comparada, y muchas veces desestimado como caso de abuso de

⁷ POLITOFF, S., MATUS, J.P., RAMIREZ, M. “Lecciones de Derecho Penal Chileno, Parte General” - 2da Edición- Santiago, Chile, Editorial Jurídica, 2004. p. 555

⁸ El Estado debe infundir confianza a los particulares para que ellos lleven a cabo sus relaciones. Si se permitieran ciertas conductas que ponen en entredicho estas relaciones, generaría una incertidumbre que se traduciría en desconfianza y eventual disminución del tráfico jurídico hasta volver imposible los intercambios entre privados.

mercado. Basta ver nuestra LMV para notar que sólo un artículo⁹ hace referencia explícita a este ilícito, siendo impreciso en su redacción y demasiado amplio como para asegurar una correcta aplicación y comprensión por parte de nuestros tribunales. Al mismo tiempo que sólo a través de interpretaciones doctrinarias, se podrían incluir otros artículos como constituyentes de la misma conducta¹⁰.

La manipulación de mercado es la formación de precios de los valores de oferta pública de manera artificiosa, lo que genera falsas expectativas de precios, provocando incertidumbre e inestabilidad del mercado, disminuyendo su eficiencia y, consecuentemente, su liquidez. De esta forma, y pese al daño patrimonial privado que se pueda producir, el objeto a proteger es más universal, la estabilidad del mercado y la confianza en éste, lo cual se puede manifestar desde la doctrina del derecho penal común, como la fe pública, es decir, la convicción generalizada de que se trata de un mercado regular y confiable, donde existirían certezas mínimas de tráfico jurídico. Puesto que sin este mínimo, el mercado de valores se tornará ineficiente, y aquéllos con superávit de ahorro dejarán de financiar a quienes tengan déficit, y preferirán invertir en mercados más seguros, al mismo tiempo que la estabilidad económica del país en general se puede ver afectada, desincentivando la inversión extranjera “afectando la posición del país como centro financiero a nivel internacional”¹¹ o, en caso que el país aún no adquiriera dicha posición, limitando la posibilidad de tal desarrollo.

Por todo lo anterior, se hace necesario un análisis de este ilícito; su tipificación, las conductas que engloba, sanciones y el tratamiento que le ha dado la doctrina y la jurisprudencia. El objetivo del presente trabajo es, precisamente, sistematizar y profundizar la comprensión que

⁹ Artículo 52 de la LMV: “Es contrario a la presente ley efectuar transacciones en valores con el objeto de estabilizar, fijar o hacer variar artificialmente los precios”.

¹⁰ Así por ejemplo el artículo 53 de la LMV referente a las transacciones ficticias e inducción a la compra y venta de valores, el artículo 61 del mismo texto legal, que señala que sufrirán las penas de presidio menor en sus grados mínimo a medio, las personas que difundieren noticias falsas o tendenciosas, y el artículo 65 de la LMV que tipifica como conducta prohibida la publicidad o propaganda de información que pueda inducir a error o equívoco dentro del mercado. Sin embargo, ninguno de estos artículos hace referencia al objeto o resultado de manipular el precio de los valores, por ello señalamos que se trata de una apreciación personal, como se explicará en el desarrollo de la investigación.

¹¹ TOVAR, Nuria. “La regulación del abuso de mercado en Europa y Estados Unidos” En: Comisión Nacional de Mercado de Valores. *Monografías n.º1*, Madrid, España, Dirección de Estudios de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2002. p.9

se tiene respecto de la manipulación de precios en general y si la tipificación del mismo en nuestro país, al separar la conducta en diversos preceptos, resulta la más adecuada.

Para ello no basta un análisis de nuestro sistema jurídico, pues -como ya hemos adelantado-, la jurisprudencia y doctrina es escasa y muy nueva en el tema, por lo que se hace ineludible fundar el estudio en el derecho comparado, en virtud del mayor desarrollo que ha tenido en Estados Unidos y la Unión Europea. Este enfoque permite resolver problemas de la regulación en Chile, contrastar las interrogantes que surgen respecto a este ilícito y lograr una comprensión más generalizada de él, sobre todo en lo relativo a su alcance. Si en la Unión Europea se ha criticado la discrecionalidad que descansa sobre los Estados al momento de determinar la sanción aparejada a este ilícito, nosotros debiésemos preocuparnos, al menos, de la carga que cae sobre los jueces al existir un tipo tan amplio, que no define completamente la conducta y que no establece un límite respecto de ella, al mismo tiempo que tiene aparejada dos sanciones de distinto orden punitivo, haciendo que en la práctica su persecución se evapore, tal como sucede en Europa¹². Además de resolver la interrogante de la justificación de la sanción penal, como única o subsidiaria de la sanción administrativa, en virtud de la relevancia de la formación de precios dentro del mercado de valores.

De esta forma, el análisis que presentamos a continuación se centrará, especialmente, en cuatro sistemas jurídicos, (a) Estados Unidos, La Unión Europea y, dentro de ella, (b) España – por la gran similitud con nuestro sistema jurídico- y (c) Reino Unido –por ser un país basado en el Common Law, y cuyo sistema contrasta con la legislación Europea- y (d) Chile. Para ello, el trabajo se estructurará de la forma siguiente; en la sección primera realizaremos una leve descripción del funcionamiento del mercado de valores y su importancia, a la vez que examinaremos la relevancia de la información en la formación de precios dentro del mismo y la necesidad de su regulación. En la segunda sección, analizaremos la manipulación de precios desde la mirada de la legislación y doctrina comparada, cuál es su definición, que conductas engloba, qué efectos produce en el mercado, qué sanciones se le aplican y por qué, entre otros.

¹² SIEMS, Mathias. The EU Market Abuse Directive: A Case-Based Analysis. *Law and Financial Markets Review*. Tomo 2: pp. 39-49, 2008. <En Línea> Disponible en World Wide Web: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1066603&referer=http%3A%2F%2Fworks.bepress.com%2Fmathias_siems%2F30%2F> [Última visita: 22 Septiembre 2011]. Se señala que la gran discrecionalidad entregada a los Estados hace que la manipulación de precios en la práctica sea poco sancionada (ver conclusiones).

En la tercera sección, daremos una mirada general a la jurisprudencia comparada. Las principales resoluciones en Estados Unidos (“EE.UU”), la Unión Europea (“UE”) y dentro de esta última, las legislaciones de España y el Reino Unido, por ser las que presentan mayores diferencias entre sí, tratando de establecer un patrón relativo a las conductas englobadas y las sanciones aparejadas. En la cuarta sección, trataremos la regulación de la manipulación de precios en Chile, sus similitudes y diferencias con las legislaciones comparadas. Además se analizarán los principales casos que han conocido nuestros tribunales y el rol de la Superintendencia al momento de establecer sanciones. Todo lo cual será contrapuesto a la regulación comparada. Por último en la conclusión trataremos de resolver la interrogante sobre la necesidad de regular estas conductas, el tipo de sanción que requiere y si coinciden las conductas reguladas en los diversos sistemas estudiados, pero sobre todo, trataremos de dilucidar una solución al problema de aplicabilidad por parte de los tribunales nacionales de las sanciones aparejadas para la conducta estudiada.

CAPITULO I: FUNDAMENTOS DE LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES

A nivel global, el mercado de valores se ha transformado en el centro más importante de transacción entre ahorrantes y quienes requieren de financiamiento, convirtiéndose en uno de “los pilares del desarrollo de las economías occidentales, ya que a través de él se ha permitido el normal funcionamiento de las sociedades anónimas”¹³. Su regulación se hace necesaria debido a los efectos que provoca su inestabilidad en la economía real, tal como ocurrió en la “Gran Depresión” que se inició con el *crack* de Wall Street de 1929 y la “Crisis Subprime” que se inició con la quiebre de Lehman Brothers. Aquellas han afectado y siguen afectando a todo el mundo –sea que se participe o no como inversionista, según detallaremos más adelante-.

1. Definición mercado de valores.-

El mercado de valores como parte del mercado de capitales, puede ser definido como aquél en que “Existe transferencia de recursos desde aquellos agentes económicos que tienen superávit de recursos financieros hacia aquellos que requieren cubrir déficit de recursos financieros”¹⁴, en que se transan específicamente los valores definidos en la LMV¹⁵. En éste la relación entre los participantes es directa, puesto que el emisor queda directamente obligado para con el tenedor del instrumento financiero y el inversionista asume los riesgos de dicho emisor, a diferencia de cómo funcionan los créditos¹⁶. Debido a la naturaleza de la relación, la transparencia y el correcto funcionamiento del mercado se hacen más relevantes, pues repercuten directamente en cada uno de los participantes.

¹³ PARADA, Rigoberto: “El Mercado de valores en Chile: Análisis teórico y características”, Editado por Bolsa de Comercio de Santiago, Santiago, Chile, 1987, p. 13

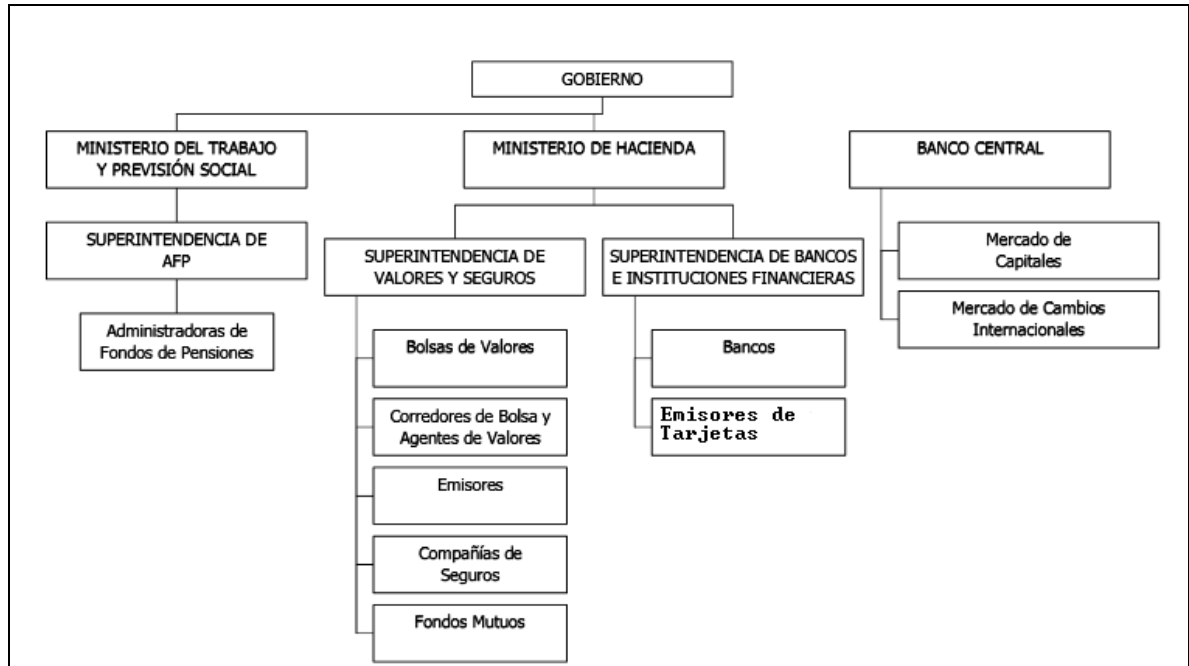
¹⁴ *Ibid.* p.17

¹⁵ Ver nota 1.

¹⁶ DIRECCIÓN DE REGULACIÓN. “El descubrimiento de precios en el Mercado de Valores”. Autorregulador del Mercado de Valores, Colombia, 2010. <En Línea> Disponible en World Wide Web: <<http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20100506210715.pdf>> [Última visita: 22 Septiembre 2011] p. 6

La estructura del mercado de capitales, ha sido graficada por la Gerencia de Planificación y Desarrollo de la Bolsa de Comercio de Santiago¹⁷, de la manera que sigue:

Esquema 1¹⁸: “Estructura del mercado de capitales”



De esta forma, el mercado de valores, al ser aquél donde se transan los valores definidos por el artículo 3 de la LMV, en nuestro país se encuentra bajo la vigilancia de la SVS. Ella debe cumplir con obligaciones que van desde aprobar y autorizar la inscripción de valores, acciones y emisores en el Registro de Valores, hasta suspender o revocar la autorización para cotizar y negociar un valor específico, además de sanciones pecuniarias en caso de abuso de mercado, como estudiaremos más adelante.

¹⁷ Bolsa de Comercio de Santiago: “Características del mercado bursátil en Chile”. Bolsa de Valores, Chile, 2003. <En Línea>. Disponible en World Wide Web: <[http://www.bovalpo.com/site/stat/capacitacion/Caracteristicas del Mercado Bursatil en Chile.pdf](http://www.bovalpo.com/site/stat/capacitacion/Caracteristicas_del_Mercado_Bursatil_en_Chile.pdf)> [Última visita: 22 Septiembre 2011]

¹⁸ En el esquema original, en vez de Emisores de Tarjeta, aparece “Instituciones Financieras”, las cuales fueron derogadas.

Uno de los deberes más relevantes que debe cumplir la SVS para asegurar la transparencia del mercado, es el de requerir a las entidades bajo su tutela, información veraz, adecuada y oportuna sobre su situación legal, económica y financiera, para luego poner a disposición del público¹⁹. Lo anterior, anuncia la importancia de la información en el mercado de valores, lo que se condice con uno de los principales objetivos de la Bolsa de Comercio de Santiago, cual es “Promover la libre determinación de precios y la transparencia en las operaciones”²⁰.

Esto es especialmente relevante en virtud de los bienes transados, los cuales al ser representativos, sólo otorgan derechos sobre algo que puede variar en virtud de la situación de la empresa, de la economía del país e inclusive de las especulaciones de quienes transan dicho valor. Estos valores, podrían separarse en dos grandes grupos, aquellos representativos de deuda y aquellos representativos de capital. Los primeros serían instrumentos de renta fija, puesto que el emisor se compromete a “pagar un monto fijo sin importar cómo se desempeñe en su negocio”²¹, por ende, su pago no queda determinado por las fluctuaciones del mercado²² y resulta menos riesgoso que la inversión en acciones. Los valores representativos de participación o instrumentos de renta variable, se caracterizan por tener retornos –dividendos- variables e inciertos, de tal manera que “la expectativa de obtener retornos por parte de los accionistas se limita a los dividendos y a la posibilidad de poder vender las acciones a un precio mayor en el mercado secundario. Ambas alternativas son inciertas (...)”²³. Sin embargo, estas expectativas de flujos futuros es lo que determina el precio de dicho valor, por ello la relevancia de que dichos precios reflejen la información disponible en el mercado. Son estos últimos los que preocupan en nuestro estudio, pues al determinarse su valor en virtud de observaciones al funcionamiento del mercado, es posible que varíen mediante señales erróneas o manipuladoras.

¹⁹ Bolsa de Comercio de Santiago. *Op. Cit.* (n°17) p. 5

²⁰ *Ibid.* p. 6

²¹ DIRECCIÓN DE REGULACIÓN. *Op. cit.* (n.º 16) p. 9

²² Pese a que su precio, puede variar según lo que los participantes esperen de los flujos futuros, lo cual depende de los retornos ofrecidos –estos últimos son obligatorios para la empresa, y por ende quien los adquiere puede exigirlos-.

²³ DIRECCIÓN DE REGULACIÓN. *Op. cit.* (n.º 16) p. 8

En el mercado de valores existen distintos sistemas de negociación para adquirir estos valores²⁴, dependiendo si ellos son de renta fija o variable. Estos se pueden clasificar entre sistemas electrónicos y presenciales, sin embargo, ambos buscan concretar la transacción cuando oferta y demanda coincidan en el precio. El estudio de la formación de precios y la relevancia de la información en dicho proceso será analizado en el apartado tercero del presente capítulo.

De todas formas, no cualquiera puede intervenir en el mercado de valores, sino únicamente emisores autorizados por la SVS, que generalmente son sociedades anónimas, sociedades en comandita por acciones, sociedades de responsabilidad limitada que emiten bonos o efectos de comercio para financiar sus proyectos –a través de la canalización de recursos de los inversionistas-, e inclusive empresas del estado, que para estos efectos quedan bajo la supervisión de la SVS. Además de los intermediarios de aquellos valores, es decir, los agentes²⁵ y corredores de valores²⁶, previa inscripción en el registro de corredores de bolsa, cuya función principal es conectar a quienes quieren vender con quienes desean comprar. Ahora bien, cualquiera que tenga el capital, puede adquirir las acciones que en dicho mercado se ofrecen, salvo que ellas sean para tomar el control de la empresa, en cuyo caso se deben cumplir requisitos adicionales – como el deber de realizarse por medio de una oferta pública de valores, y el de informarlo al mercado dentro de los diez días previos a la adquisición-.

2. Importancia del mercado de valores en la economía nacional.-

La importancia del mercado de valores está dada, principalmente, por aportar el lugar – bolsas de valores- donde se permite la transferencia de recursos de manera directa entre los participantes. Y de forma más general, como parte del sistema financiero de un país, permite que

²⁴ En: Bolsa de Comercio de Santiago. *Op. Cit.* (nº 18), “Acciones, Instrumentos de Renta fija, instrumentos de intermediación financiera, instrumentos monetarios, Opciones, Futuros, Cuotas de Fondos de Inversión, Cuotas de fondos Mutuos extranjeros”.

²⁵ Definición dada por la SVS <En Línea> Disponible en World Wide Web: <http://www.svs.cl/sitio/faq/valores_intermediarios.php> “Aquéllos que sólo pueden operar fuera de bolsa e intermedian principalmente valores distintos de las acciones. También hay otras entidades autorizadas para intermediar valores, que son los bancos e instituciones financieras, las que son supervisadas por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras”.

²⁶ *Ibid.* “Aquéllos que actúan como miembros de una bolsa de valores y pueden intermediar acciones y cualquier otro tipo de valores”.

se desarrolle una nación, pues es la forma a través de la cual se financian proyectos de quienes no tienen el ahorro necesario para incurrir en ellos, lo cual hace crecer la economía interna, que a su vez se refleja en el interés externo de inversión.

El sistema financiero ha sido entendido por la doctrina como impulsor de la economía interna de una nación, básicamente, porque mitiga los efectos de asimetrías de información y reduce los costos de transacción. Sin embargo, lo más relevante es que permite la movilización de recursos de quienes tienen ahorro hacia quienes requieren financiamiento.

Se sostiene que la función primaria de dicho sistema dentro de la economía es la de “asignar recursos eficientemente en tiempo y espacio en un ambiente de incertidumbre”²⁷, lo cual contribuiría al crecimiento a través de dos fuentes principales: la acumulación de capital y la innovación tecnológica²⁸, pues ello permite la inversión en nuevos procesos, lo que se traduce en un crecimiento de producción y, por ende, un crecimiento de la economía. Pese a ello, algunos teóricos sostienen que la relación entre sistema financiero y crecimiento económico sería inversa, es decir, en medida que crece la economía se genera “una demanda de diferentes tipos de instrumentos financieros y el sistema financiero responde a esta demanda. La consecuencia es el desarrollo de los mercados e instituciones financieras”²⁹, sin embargo, ello no obsta a que el desarrollo del mercado sea el impulsor de dicho crecimiento.

A partir de lo anterior, se hace necesario profundizar cómo el mercado de capitales en general contribuye al desarrollo. Para ello es necesario señalar que lo primero que incentiva el crecimiento económico es la liberalización, pues la “represión financiera afecta la eficiencia en la colocación de ahorros en inversiones: y segundo, (...) también afecta el equilibrio entre

²⁷ LEVINE, Ross. “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda”. Journal of Economic Literature, Vol. 35 (2): pp. 688-726, Junio 1997. <En Línea> Disponible en World Wide Web: <<http://links.jstor.org/sici?sici=0022-0515%28199706%2935%3A2%3C688%3AFDAEGV%3E2.0.CO%3B2-X>> [Última visita: 24 Octubre 2011] p.691

²⁸ *Ibid.*

²⁹ TRECEÑO, Antonio y GUERCIO, M. Belén. “El crecimiento económico y el desarrollo del sistema financiero. Un análisis comparativo”. Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa, Vol. 17 (2): pp. 33-46, Mayo – Agosto 2011. <En Línea> Disponible en World Wide Web: <<http://www.aedem-virtual.com/articulos/iedee/v17/172033.pdf>> [Última visita: 23 Octubre 2011] p. 34

inversión y ahorro”³⁰. Sin embargo, ello no significa ausencia de supervisión, pues si así fuese se generarían asimetrías, oligopolios e inestabilidad, lo cual podría traducirse en desincentivos y por ende la extinción de dicho mercado. De esta forma, se debe incentivar la liberalización financiera, al mismo tiempo que el “sistema legal cree un mecanismo que promueva el crecimiento, con derechos legales y mecanismos sancionatorios”³¹ para asegurar el correcto ejercicio de dichas libertades.

La liberalización promueve el crecimiento endógeno, entendido como aquél en que “las tasas de crecimiento y de crecimiento autosostenido dependen de las preferencias, la tecnología, la distribución del ingreso y los arreglos institucionales existentes en las economías”³², lo cual a su vez potencia una mayor participación en los mercados financieros –pues en él se manifiestan las preferencias de las personas y se invierte en nuevas tecnologías-. Ello incentiva la aparición de intermediarios, lo cual permite una mayor eficiencia en la distribución de fondos, al mismo tiempo que incentiva la inversión y, por ende, el crecimiento³³. De tal forma, parece coherente concluir que existiría una relación circular, el desarrollo del sistema financiero impulsa el crecimiento económico, lo que a su vez contribuye a un mayor desarrollo de dicho sistema.

Una vez liberalizado el mercado, debemos preocuparnos de su mantenimiento dentro del sistema económico, pues es a través de su buen funcionamiento que se puede asegurar un crecimiento sostenido a largo plazo. Ello porque el mercado financiero facilita el intercambio y distribución de recursos a través de costos de transacción menores, lo cual promueve la especialidad, pues “a menores costos de transacción, se permitirá mayor especialización porque la especialización requiere de mayores transacciones que en un ambiente autárquico”³⁴ y, tal como señalaba Adam Smith, la división de labores es el principal factor de mejoras a nivel de

³⁰ ARESTIS, Philip. “Financial liberalization and the relationship between finance and growth”. CEPP working paper, No. 05/05. Junio 2005. <En Línea> Disponible en World Wide Web: <<http://www.landecon.cam.ac.uk/research/reuag/ccepp/publications/WP05-05.pdf>> [Última visita: 25 Octubre 2011]. p. 6.

³¹ *Ibid.* p.9

³² RUIZ, Antonio. “Mercados financieros y crecimiento económico en América Latina: Un análisis econométrico”. Análisis Económico, Vol. XIX (40): pp. 141-165, Primer cuatrimestre 2004. <En Línea> Disponible en World Wide Web: < <http://www.analysiseconomico.com.mx/pdf/4008.pdf>> [Última visita: 25 Octubre 2011] p.144.

³³ ARESTIS, Philip. *Op. Cit.* (nº 30) p. 7

³⁴ LEVINE, Ross. “Financial Development ...” *Op. Cit* (nº 27) p. 700

productividad³⁵. Además el sistema financiero reduce –pues continúan existiendo- las asimetrías de información que existen al momento de realizar transacciones, lo cual facilita la distribución de recursos en virtud del aumento de confianza que genera. Al mismo tiempo, los menores costos, la confianza en el mercado y la mayor productividad permiten realizar innovaciones tecnológicas, que se financian a través del mismo mercado, lo cual también contribuye al crecimiento del país. De esta forma, podemos sostener que el mercado financiero contribuye de dos maneras al crecimiento a largo plazo, primero a través del aumento de inversión –diversificación, innovación tecnológica, entre otros-, y segundo a través del incremento en el porcentaje de acumulación de capital³⁶.

Ahora bien, al momento de analizar la relación del crecimiento económico con el mercado de capitales, suele hacerse desde el punto de vista del sistema bancario, sin embargo, si consideramos como función especial del mercado la distribución de capital, no basta dicho sistema, pues en él quienes concurren no tienen la misma información –existen grandes asimetrías-, lo que no permitiría una real “liberalización”. De esta forma, “mientras los bancos financian únicamente a los bien establecidos y seguros prestarios, los mercados de valores pueden financiar proyectos de inversión riesgosa, productiva e innovativa”³⁷, por lo mismo, las mayores innovaciones tecnológicas provendrían de este mercado antes que del bancario, que suele tomar menos riesgos al momento de realizar las inversiones. Por ello, es posible sostener que el mercado de capitales en su conjunto es el que contribuye y predice el crecimiento futuro.

En particular, el mercado de valores, juega un rol fundamental en el crecimiento económico, pero no cualquier aspecto de él, sino principalmente su liquidez. Ella permitiría una distribución más eficiente del capital, pues “la liquidez de los mercados de capital hace a la inversión menos riesgosa -y más atractiva- porque ello permite a los ahorristas adquirir un activo –de capital- y venderlo barato y rápidamente si necesitan acceso a sus ahorros o quieren

³⁵ *Íbid.*

³⁶ ARESTIS, Philip. *Op. Cit.* (n.º 30) p. 6

³⁷ MARIA G., HOWELLS P., SOLIMAN A. “Stock market development and economic growth: the causal linkage”. *Journal of economic development*, Vol. 29 (1): pp. 33-50. Junio 2004. <En Línea> Disponible en World Wide Web: <http://www.jed.or.kr/full-text/29-1/02_J665_.PDF> [Última visita: 26 Octubre 2011]. p. 36

modificar su cartera”³⁸ lo cual incentiva a invertir a largo plazo, pues en caso de que la inversión deje de interesarle, rápidamente puede ser traducida en dinero.

Sin embargo, hay quienes sostienen que la liquidez del mercado puede perjudicar el crecimiento económico, ya que la posibilidad de transformar la inversión en dinero produce especulación o la llegada de inversores faltos de compromiso que no buscan ejercer el gobierno corporativo y “un gobierno corporativo débil impide la efectiva distribución de recursos y reduce el crecimiento de la productividad”³⁹. A modo de contra argumentación podemos decir que quienes actúan de esta manera, de todas formas invierten en aquellos valores con mayores posibilidades de crecer, y de cierta forma están financiando esos nuevos proyectos y volviéndolos más atractivos para quienes quieran ejercer el gobierno corporativo.

De esta forma, la doctrina ha entendido que la liquidez de los mercados de valores “aumenta – o al menos precede- el crecimiento económico”⁴⁰, acumulación de capital e incremento en la productividad de una nación. Lo que genera crecimiento económico en los mercados no es su tamaño o volatilidad, sino que es la facilidad con que los valores pueden ser transados⁴¹, lo cual permite, como ya hemos adelantado, un aumento de productividad, lo que a su vez no puede sino reflejarse en un crecimiento a nivel económico.

Aún así, hay quienes sostienen que lo más apropiado para un país en vías de desarrollo es potenciar el sistema bancario, más que el mercado de valores, “ya sea por los problemas de información asimétrica, debilidad en las instituciones o imperfecciones del mismo mercado”⁴², sin embargo, todo ello se puede combatir a través de una eficaz regulación.

³⁸ LEVINE, Ross. “Stock Markets: A Spur to Economic Growth”. *Finance & Development*, Marzo 1996: pp. 7-10. <En Línea> Disponible en World Wide Web: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1996/03/pdf/levine.pdf>> [Última visita: 26 Octubre 2011] p.7

³⁹ LEVINE, Ross y ZERVOS, Sara. “Stock Markets, Banks, and Economic Growth” <En Línea> Disponible en World Wide Web: <http://www.classle.net/sites/default/files/text/41/ST_MKT_BANKS.pdf> [Última visita: 26 Octubre 2011] p. 2

⁴⁰ LEVINE, Ross. “Stock Markets: A Spur ...” *Op. Cit.* (n.º 38) p. 7

⁴¹ *Íbid.* p. 8

⁴² TRECEÑO, Antonio y GUERCIO, M. Belén. *Op. Cit.* (n.º 29) p. 44

A partir de lo anterior, podríamos sostener que lo más apropiado para cualquier país es la coexistencia entre el sistema bancario y el mercado de valores, pues ello permite la competencia entre ambos por captar los mejores proyectos, lo cual, a su vez, optimiza su eficiencia y calidad. Por lo anterior, creemos que en medida que el mercado de valores funcione de manera eficiente, va a contribuir a un mayor crecimiento económico que si sólo existiera el sistema bancario. Pues, analizar la relación entre sólo uno de ellos y el crecimiento, resulta incompleta; tanto el desarrollo del sistema financiero como del mercado de valores aumentan el crecimiento económico⁴³.

3. Formación de precios en el mercado de valores.-

Para que el mercado de valores realmente sea un mecanismo de asignación de recursos desde aquellos agentes con ahorro hacia aquellos que requieren financiamiento de sus proyectos, debe ser confiable. En caso contrario, simplemente la gente dejará de acudir a él y el crecimiento del país se puede ver estancado, dada la importancia del mercado y cómo todos somos partícipes indirectos de aquél. Es por ello que la formación de precios debe ser en igualdad de condiciones, lo cual sólo se logra en medida que no existan asimetrías de información entre los participantes y ellos sean anónimos.

Para efectos de este trabajo, es necesario aclarar que nos referimos al precio de mercado o al cual se transa el valor de renta variable –como valor intangible, determinable a partir de la información-, el cual difiere del precio nominal –valor contable-, del valor libro -valor de la acción una vez liquidada la empresa- y del precio de suscripción –valor en el mercado primario-, debido a que éstos son independientes del precio al que efectivamente se transa el valor. De esta forma, el precio real de una acción, pese a representar una parte alícuota de la empresa, refleja la marcha y las expectativas de marcha de dicha sociedad.

Existen diversas tesis para explicar la determinación del precio de estos valores: un análisis “fundamentalista” apunta a los factores que pueden influir en su determinación,

⁴³ MARIA G., HOWELLS P., SOLIMAN A. *Op. Cit.* (n

□ 37) p. 47

especificando que el valor se fija llevando a valor presente la expectativa de dividendos que pueda devengar la acción y la expectativa del valor de enajenación (ganancia) de dicha acción⁴⁴, o de una forma más técnica, precio es igual a dividendos futuros dividido por el costo de capital común de la empresa menos la tasa de crecimiento de aquéllos o $P_0 = D_1 / (K - g)$ ⁴⁵. Sin embargo, un enfoque “técnico” de la determinación del precio, señala que éste obedecería a las leyes del mercado, de tal forma que el precio propiamente tal es determinado por “el mercado, a través de la oferta y la demanda sobre el título”⁴⁷, las cuales, reflejan la valoración que los participantes otorgan al instrumento, en consideración a toda la información que tienen disponible. Así, no es posible sino concluir que ambas posturas se complementan, pues “el valor al que un inversionista está dispuesto a comprar acciones de una compañía depende de cuanto dinero piensa que esta acción le representará en el futuro”⁴⁸, y ello lo manifiesta a través de su demanda del valor.

De todas formas, debemos considerar la existencia de la totalidad de elementos que pueden influir en la determinación del precio de los valores transados en el mercado, los cuales pueden ser internos o externos; entre ellos cabe señalar factores: Económicos como la rentabilidad y dividendos del valor; Técnicos, tal como las características de la empresa emisora, de ingresos, costos y utilidades, gestión empresarial, sistema de producción y grado tecnológico, entre otros; Legales, entendiendo por tal la regulación en general y el tratamiento tributario de las ganancias de capital; y Psicológicos como la popularidad de determinado valor⁴⁹. Estos factores influyen en el precio, ya que inciden en la percepción que se tiene del valor atribuible a la acción que está siendo transada, ya que “el modelo de valoración (de las acciones) está basado en las ganancias y valor residual esperado a futuro, pero depende de la información (...) para

⁴⁴ <En Línea> Disponible en World Wide Web: <<http://www.aw-bc.com/info/klein/Chpt13App.pdf>> [Última visita: 03 noviembre 2011]

⁴⁵ Donde: P_0 es el precio de la acción en el presente, D_1 los dividendos futuros, K el capital y g la tasa de crecimiento constante de los dividendos. Esta es una forma simplificada de la determinación del valor, puesto que no considera todas las variables que concurren en el mercado.

⁴⁶ MARTINEZ, Hugo y JIMÉNEZ, Edison. “Criterios para la fijación del valor de las acciones negociables en el mercado de capitales a raíz de la aparición de nuevos factores de riesgo”. *Formación Gerencial Año 8*, no. 1 Mayo (2008): pp. 122-150, Venezuela, 2009. <En Línea> Disponible en World Wide Web: <<http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3296662>> [Última visita: 03 Noviembre 2011] p. 135

⁴⁷ *Ibid.* p. 51

⁴⁸ DIRECCIÓN DE REGULACIÓN. *Op. cit.* (n.º 16) p. 10

⁴⁹ PARADA, Rigoberto, *Op. Cit.* (n.º 13) p. 30

estimar dicho rendimiento futuro y valor residual”⁵⁰, es por ello que se sostiene que los precios reflejan la información disponible en el mercado. Por esto es tan relevante la inexistencia de asimetrías de información, pues ello obstruye una correcta o aproximada predicción del valor que tendrá a futuro la acción para poder llevarlo a valor presente, lo cual puede derivar en abuso de mercado.

La relevancia de la información en el mercado de valores, y por ende, de la inexistencia de asimetrías, está basada en lo que la doctrina conoce como *teoría de la selección adversa*, la cual consiste en que “ante la imposibilidad de conocer con exactitud las características del específico instrumento financiero, un agente racional tenderá a disminuir la retribución –precio- (...) en una medida correspondiente a la probabilidad de que las informaciones recibidas no sean exactas”⁵¹. A su vez, y en virtud de la imposibilidad del agente de distinguir entre los distintos emisores de valores, dicha reducción de precio afectará a todos ellos, de tal forma que los emisores de valores de mejor calidad “imposibilitados de recibir una retribución adecuada por el producto financiero ofrecido, resultarían incentivados a abandonar el mercado”⁵². Ello genera que el mercado se quede con los peores activos – lo cual ha sido calificado por la doctrina como “mercado de limones”- e incluso desaparezca o sea muy débil⁵³, por esto debe existir un mecanismo eficiente de divulgación de información y regulación para evitar asimetrías.

Ahora bien, aún con la misma información, las formas de percibirla y transformarla a conocimiento varían de un sujeto a otro, así, puede influir el conocimiento previo –estudios o conocimiento del mercado-, creencias y preferencias de cada uno. Todo ello puede desvirtuar la información y generar distintos conocimientos para distintas personas⁵⁴. Lo anterior permite que los intervinientes en el mercado realicen distintas valoraciones del mismo instrumento, de tal

⁵⁰ SALVARY, Stanley. “The accounting variable and stock price determination”. *Studies in Economics and Finance*, Vol. 18 (2): pp. 26-61, 1998. <En Línea> Disponible en World Wide Web: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=689262> [Última visita: 03 Noviembre 2011] p. 13

⁵¹ PERRONE, Andrea. “Información en el Mercado de Valores y tutela del inversor”. *Política Criminal* (7) A7-7: pp.1-27, Italia, 2009. <En Línea> Disponible en World Wide Web: <http://www.politicacriminal.cl/n_07/a_7_7.pdf> [Última visita: 22 Septiembre 2011] p. 2

⁵² *Ibid.* pp. 2-3

⁵³ DIRECCIÓN DE REGULACIÓN. *Op. cit.* (n.º 166) pp. 15

⁵⁴ FERNANDEZ, B., AZOFRA, V., VALLELADO, E. Información y conocimiento en los mercados de capitales. *Universia Business review*, Actualidad económica, Primer trimestre 2007: pp. 12-25. <En Línea> Disponible en World Wide Web: <<http://ubr.universia.net/pdfs/UBR0012007012.pdf>> [Última visita: 22 Septiembre 2011] pp.14-16

forma que el comprador adquirirá cuando piense que la oferta es menor al precio real del valor, mientras que el vendedor enajenará en medida que piense que la demanda es mayor al precio real.

Sin embargo, puede suceder que por falta de información, oferentes y demandantes no encuentren un precio de equilibrio –entendido como aquél en que coincide oferta y demanda-, aumentando así el espacio entre una y otra, espacio denominado spread⁵⁵. No obstante, este “spread disminuye con la negociación”⁵⁶, pues ella hace aumentar la información disponible, transformándose de privada a pública y, por ende, pasa a formar parte de los precios. De esta forma, existe una especie de autorregulación de precios, de tal manera que el oferente tenderá a disminuir sus valores en medida que la demanda sea baja y viceversa.

De todas maneras, para el análisis del comportamiento de precios dentro del mercado de valores, es posible diferenciar tres sistemas. El primero de ellos es el “análisis técnico”, el cual intenta “predecir los precios de los valores bursátiles en el corto plazo, a partir de la evolución histórica que los precios han tenido”⁵⁷, en el fondo trata de predecir conductas futuras, a partir de tendencias pasadas, lo cual es muy útil sobre todo para especuladores e inversionistas a corto plazo, que se encuentren más lejanos a la información. El segundo método, es el “análisis fundamental”, el cual intenta determinar el valor intrínseco del instrumento a través de las presiones en la oferta y la demanda, de tal forma que “si el precio de mercado es superior al valor intrínseco se asume que la acción está sobrevalorada”⁵⁸ y viceversa. Este sistema está enfocado principalmente en los inversores a largo plazo, por considerar tanto factores económicos como no económicos y su constante variación. Por último, existe el modelo de “mercado eficiente”, según el cual “cualquier información respecto al título se ajusta

⁵⁵ También conocido como *Bid Ask Spread*, que se define como la diferencia entre precio vendedor y precio comprador. Gregoire señala que se trata de la ganancia que recibe el intermediario del mercado de valores, sea por reducir costos, acercar a las partes, descubrir precios, entre otros. (Mayor información en: GREGOIRE, Jorge y ZURITA, Salvador. Información y Mercado de Capitales. Estudios de Economía, Vol. 20 (2): pp. 355-383, Chile, 1993. p. 370)

⁵⁶ ACOSTA, J. *et al.* “Información asimétrica en los mercados bursátiles: Una guía breve de la literatura”. Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa, Vol.6 (3): pp.53-70, 2000. <En Línea> Disponible en World Wide Web: <<http://www.aedem-virtual.com/articulos/iedee/v06/063053.pdf>> [Última visita: 22 Septiembre 2011], p. 59

⁵⁷ PARADA, Rigoberto, *Op. Cit.* (n.º 13) p. 92

⁵⁸ *Ibid.* p. 90

instantáneamente al precio, y de manera no sesgada, por lo tanto, el pasado no sirve para predecir el futuro”⁵⁹, este modelo sirve tanto a inversionistas de corto plazo como de largo plazo, y es el más utilizado por la doctrina.

En virtud de ello, la doctrina ha considerado que para que un mercado sea eficiente, los precios deben reflejar toda la información disponible, aún cuando la información se transmita a través del mercado mismo, reflejada en los precios –siempre que el mercado sea líquido-, o a través de procesos de negociación como ya hemos explicado. Sin embargo, “la hipótesis de eficiencia informativa del mercado de capitales debe diferenciarse de la eficiencia informativa que concurre allí donde se verifican las condiciones necesarias para un mercado de competencia perfecta”⁶⁰, pues en la primera, el mercado sólo se comporta como si tuviera toda la información, aún en los casos que ésta fuese incompleta o falsa.

Dentro de este sistema, donde los precios se consideran señales correctas, es posible distinguir distintas hipótesis de eficiencia del mercado, ellas pueden clasificarse en tres: La hipótesis “débil” de eficiencia, donde los precios sólo contienen información histórica, lo que no resulta realmente útil, pues los precios serían aleatorios⁶¹. En este modelo, “un inversor podrá batir el mercado utilizando información hecha pública e información privilegiada”⁶². La hipótesis “intermedia o semi-fuerte”⁶³, que se da cuando “el precio refleja todas las informaciones públicamente disponibles”⁶⁴, y la información pasada, es decir, todo aquello que se comunica dentro del mercado queda incorporado en el precio, más la información propia de la empresa es desconocida para quien no está dentro de ella (*outsider*). Por ello, se dice que la única forma de conseguir un rendimiento superior al del mercado, es a través del uso de información privilegiada⁶⁵, pues sólo un *insider* –quien está dentro de la empresa- puede tener

⁵⁹ *Íbid.* p. 92

⁶⁰ PERRONE, Andrea. *Op. Cit.* (n.º 51) p. 4

⁶¹ PARADA, Rigoberto, *Op. Cit.* (n.º 13) p. 121

⁶² ARAGONÉS, José y MASCAREÑAS, Juan. (n.º 25)

⁶³ Esta clasificación puede asimilarse al modelo de Expectativas racionales con ruido o revelación parcial, donde el precio no refleja toda la información, por lo cual se recomienda observar las señales privadas. Para mayor profundidad consultar: GREGOIRE, Jorge y ZURITA, Salvador, Información y Mercado de Capitales. *Estudios de Economía*, vol. 20, (no.2): pp 355-383, Chile, 1993, p.363

⁶⁴ FAMA, Eugene F., “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and empirical Work”, 25 *J. Fin.* (1970) pp.383 y ss. EN: PERRONE, Andrea, *Op. Cit.* (n.º 51) p.5

⁶⁵ ARAGONÉS, José y MASCAREÑAS, Juan, *Op. Cit.* (n.º 2) p. 5

más información. Y por último la hipótesis “fuerte” de eficiencia, que es aquella “cuando el precio refleja todas las informaciones disponibles, incluidas aquellas no accesibles públicamente”⁶⁶, en otras palabras, los precios reflejan toda la información, por ende no hay posibilidad de batirlo, pues se trataría de un mercado perfecto. Esta última hipótesis es la del mercado eficiente que ya adelantábamos, sin embargo, que ello ocurra es prácticamente imposible. De esta forma “los mercados se aproximan a la eficiencia cuando los participantes en los mismos creen que no son eficientes y compiten buscando esa ineficiencia que les hará ganar una mayor rentabilidad que el promedio de inversores”⁶⁷ [destacado del autor], pues de esta forma, se traspasan la información y la van volviendo pública.

Como la hipótesis de mercado perfecto no es posible, lo que se busca es tender a ello, tratando de que los precios reflejen la mayor cantidad de información disponible, sin embargo, tanto las características de los inversionistas como el tipo de información existente pueden ser grandes obstáculos. Mientras la información sea pública, con bajos costos de obtención y posibilidad de corroboración, será más fácil que ella se incorpore en los precios. Así como también es relevante la presencia de inversionistas profesionales en el mercado, pues ello contribuye en la verificación de la información a través de la negociación⁶⁸. Ahora bien, en el mercado no sólo existen inversionistas calificados, sino también especuladores o inversionistas “ruido”, los cuales transan sin información, lo que puede dar lugar a un precio distinto a aquél que refleja la información del valor.

El problema de lo anterior es que en la práctica existe una asimetría de información entre quienes intervienen en el mercado, pues ella tiene un valor que no todos pueden costear, lo cual provoca que un porcentaje de inversionistas “comprará la información y el resto usufructuará de la información contenida en el precio”⁶⁹. Ello puede generar grandes abusos desde los *insiders*, hacia los *outsiders* o buscadores de información, tanto manipulando dicha información, como tratando de ocultarla. Esto también ha sido conocido como una “burbuja bursátil”, entendida como el hecho de que la “perspectiva de unas ganancias de capital fáciles atrae a nuevos

⁶⁶ FAMA, Eugene F. EN: PERRONE, Andrea, *Op. Cit.* (n°51) p.5

⁶⁷ ARAGONÉS, José y MASCAREÑAS, Juan, *Op. Cit.* (n°2) p. 6.

⁶⁸ PERRONE, Andrea, *Op. Cit.* (n°51) p.7

⁶⁹ GREGOIRE, Jorge y ZURITA, Salvador. Información y Mercado de Capitales. Estudios de Economía. Vol. 20 (2): pp. 355-383, Chile, 1993. p. 365

inversores, así como a estafadores ansiosos de arrebatarnos su dinero”⁷⁰, esta burbuja, tarde o temprano va a explotar revelando la verdadera información y con ello los precios de los valores reales, acarreado una crisis económica. Así, estudios de Albert Kyle (1989) han demostrado que “inversionistas informados no transarán demasiado agresivamente, porque revela demasiada información”⁷¹ de tal forma que evitan que ella se refleje en los precios.

A partir de lo anterior, resulta relevante que la SVS requiera información a los emisores para comunicarla al público. Sin embargo, pareciera que la obligación de informar sólo beneficia directamente a los inversores calificados que cuentan con las herramientas para interpretar y verificar dicha información. Mientras que para “cualquier otro inversionista resulta más económico negociar sobre la base del precio de mercado, el que, (...) tiende a reflejar todas las informaciones públicamente disponibles”⁷², por ende resultan beneficiados sólo de manera indirecta –en medida que dicha información no sea manipulada por quienes la poseen–.

Sin embargo, es posible afirmar que el mercado chileno tiene una eficiencia más bien débil, ya que el ajuste es “sustancialmente más lento a la nueva información, en comparación con los mercados de EE.UU. y Europa occidental”⁷³, debido a la estrechez de nuestro mercado, la infrecuencia de las transacciones y el gran coste de la información. De tal manera que el precio tiende a reflejar información más histórica que actual, lo cual sólo puede ser resuelto a través de mayor negociación e incorporación de inversores calificados, lo cual ha ido en aumento con el paso del tiempo.

A modo de conclusión podemos sostener que en virtud de la información que tengan las partes, realizarán las ofertas y demandas y será en el punto donde se encuentren éstas, o punto de equilibrio, al cual se realizará la transacción y quedará fijado el precio. Por ende, el precio de los valores depende en gran parte de la información y como ella sea entendida por las partes, por ello la relevancia de que la información sea completa, oportuna, clara y veraz, lo cual le da

⁷⁰ FERGUSON, Niall. “El triunfo del dinero” -1ª Edición- Buenos Aires, Argentina, Editorial Debate, 2010. p. 138

⁷¹ *Ibid.* p. 368

⁷² PERRONE, Andrea, *Op. Cit.* (nº51) p.11

⁷³ GREGOIRE, Jorge. “El ajuste de los precios accionarios a la información: resultados empíricos”. Documentos de trabajo, Serie de investigación, No.11, Universidad de Chile, facultad de ciencias económicas y administrativas: pp.1-23, Chile, 1985. p.13

transparencia al mercado, permitiendo su eficiencia, y consolidando la confianza en éste y en el sistema jurídico en general.

4. Necesidad de Regulación del mercado de valores.-

La regulación para el correcto funcionamiento del mercado de valores representa un beneficio para todos, ya que por una parte permite el crecimiento económico de un país, tal como ya lo estudiamos. Y por otra, protege nuestro futuro, ya que la totalidad de los nacionales participamos en dicho mercado, pues en virtud del Decreto 3.500 que regula las AFPs, existe cotización obligatoria del 10% de los ingresos, para costear pensiones de vejez, invalidez, viudez y orfandad, y dichos recursos son invertidos en acciones de sociedades anónimas, bonos, instrumentos estatales, entre otros, todos ellos transados en el mercado de valores⁷⁴. En otras palabras, todos los chilenos participamos directa o indirectamente en el mercado de valores, por ello es tan relevante que su funcionamiento sea eficiente.

Se requiere de regulación ya que en el mercado de manera libre la información no se distribuye equitativamente, lo cual genera el riesgo de que su incorporación en el precio sea incompleta e inclusive de que refleje información falsa o errónea. Ello, hace posible el abuso por parte de quienes tienen más información hacia quienes no la tienen, lo cual sólo puede ser evitado a través de la regulación del mercado de valores, limitando los derechos de algunos, para permitir el correcto funcionamiento del mercado, y por ende, que los participantes puedan actuar de la manera más autónoma.

De esta forma, y como el mercado no es perfecto, suelen presentarse diversas fallas que acarrear su ineficiencia, ellas pueden ser tanto humanas como provenientes del mismo mercado. Dentro de este último caso se encuentran las asimetrías de información, entendidas como la diferencia de información entre vendedores –que tienen mayor información- y compradores, lo cual hace que la información que el primero entrega al segundo, sea poco verosímil. Por ello,

⁷⁴ RODRIGUEZ, Allan. “El Mercado de Capitales en Chile y El Papel de los Fondos de Pensiones”. [s.a.] <En Línea> Disponible en World Wide Web: <<http://www.incae.edu/es/clacds/publicaciones/pdf/cen110.pdf>> [Última visita: 07 Noviembre 2011] pp. 15-17.

como ya adelantábamos, es necesario que exista un “mecanismo para proporcionar información creíble al mercado -pues su falta- hace que éste termine con los peores activos, o incluso que el mercado se desaparezca”⁷⁵, de tal forma, se requiere de regulación que contemple la existencia de instrumentos que permitan superar las asimetrías –pese a que no entreguen toda la información- y así aseguren una correcta formación de precios⁷⁶ y facilite una mejor distribución de recursos⁷⁷.

Estas fallas de mercado impiden la formación de precios equitativos, lo que a su vez, genera la desconfianza de quienes en él concurren. Es más, “una de las principales preocupaciones de la doctrina ha sido el fraude, el engaño y la manipulación del mercado de valores”⁷⁸, por ello su regulación se ha separado de la regulación de daños en derecho privado –pese a que se puede perseguir por dicha vía- y ha pasado a ser materia de derecho público. Tanta ha sido la relevancia del funcionamiento correcto del mercado, que se privilegia la regulación de uso de información ante la libertad de utilizar la información que se posee⁷⁹. Lo anterior se justifica en que la mera existencia del mercado de valores genera la posibilidad de incurrir en fraude para obtener mayores beneficios, sobre todo en caso de valores de renta variable, en que su valor depende de la estimación de valor futuro de la empresa⁸⁰, pues se puede difundir información falsa o incompleta, o simplemente transar a valores superiores a los de mercado, para provocar un indicio falso de lo que realmente ocurre con dichos valores.

Así, la regulación es relevante tanto por la confianza que provoca en la vida jurídica, evitando el fraude y el engaño, como por el hecho de que detrás de la mayoría de estas transacciones hay un interés público de crecimiento de la economía. Sin embargo la prevención no es suficiente, pues en “ausencia de sanción, la obligación legal de información no asegura la veracidad y el carácter completo de la información y deja por tanto abierto el problema de

⁷⁵ DIRECCIÓN DE REGULACIÓN. *Op. cit.* (n.º 16) pp.15-16

⁷⁶ PERRONE, Andrea. *Op. Cit.* (n.º 51) p. 8

⁷⁷ LEVINE, Ross. “Financial Development ...” *Op. Cit* (n.º 27) p. 697

⁷⁸ KITCH, Edmund. “Regulation of the Securities Market”: pp. 813-836, Estados Unidos, 1999. <En Línea>. Disponible en World Wide Web: <<http://encyclo.findlaw.com/5660book.pdf>> [Última visita 29 Septiembre 2011] p.813.

⁷⁹ *Ibid.* p. 814

⁸⁰ *Ibid.* p. 818

falsedad”⁸¹, por ende, esta regulación debe ir aparejada de una sanción que sea mayor a la ganancia percibida por realizar la conducta.

Las primeras legislaciones sobre el tema fueron en Estados Unidos, calificándose como los pioneros en la regulación de valores, justificándolo en la protección contra el fraude. A partir de 1934, pasado el crack bursátil de 1929 y la Gran Crisis, se cambia la normativa, apuntando específicamente a cumplir los siguientes objetivos. Primero, proteger al inversor ante la posibilidad de fraude. Segundo, “hacer que los mercados de valores específicamente, y el mercado de capital, en general, sea más eficiente”⁸², aumentando la cantidad de información disponible en el mercado. Tercero, generar un mercado competitivo, que atraiga a diversas firmas, a través de su regulación, organización y transparencia⁸³. Todo lo cual, pareciera apuntar a generar un mayor crecimiento económico a nivel nacional.

En nuestro país también se graficaron los objetivos del proyecto de la LMV, cuales eran principalmente, permitir a las empresas tener financiamiento, dada su importancia en la vida jurídica, e incrementar la competencia con el mercado financiero, para generar otras formas de ahorro⁸⁴. Para lo cual, era necesario aumentar la confianza del público en el mercado de valores, pues éste representaría una de las formas más eficientes de asignación de recursos. De esta forma, el objetivo de la regulación en nuestro país, es generar confianza de los inversores, para así hacer crecer el mercado de valores y, consecuentemente, la economía de nuestro país. El incremento de confianza se lograría a través de tres frentes, el primero sería el libre acceso a la información, el segundo, asegurar que las transacciones se lleven a cabo a través de profesionales competentes –ello justifica la inscripción y supervisión de la SVS a los corredores- y por último normas de funcionamiento equitativas⁸⁵.

Sin embargo, nuestro país es muy nuevo en la regulación del mercado de valores, pues su normativa data de 1981, año desde el cual no ha sufrido cambios sustanciales. Al mismo tiempo que, dentro del ámbito que nos interesa –la manipulación de precios-, no es muy

⁸¹ PERRONE, Andrea. *Op. Cit.* (n.º 51) p. 13

⁸² KITCH, Edmund. *Op. Cit.* (n.º 8824)

⁸³ *Ibid.* pp. 822-826. Se mencionan dos objetivos más, cuales son: Cuarto, capturar riqueza y Quinto, proteger a la industria de la competencia.

⁸⁴ Historia de la Ley 18.045 del Mercado de Valores, p. 71

⁸⁵ *Ibid.*

extensiva la investigación teórica ni práctica, ello hace necesario que nuestro estudio se base inminentemente en la regulación extranjera, tratando de extraer ciertas conclusiones que podamos aplicar en nuestro propio sistema. En virtud de lo anterior, el trabajo que presentamos a continuación estudia principalmente la regulación, doctrina y jurisprudencia comparada de los países con mayor recorrido en el tema – U.E y EE.UU cuya regulación data de 1934 -, para así entender de forma más completa qué es la manipulación de precios en el mercado de valores.

CAPITULO II: MANIPULACIÓN DE MERCADO EN EL DERECHO COMPARADO

Tanto la doctrina, como la legislación, cambian de un Estado a otro. Sin embargo, es posible encontrar ciertas similitudes en el tratamiento que las distintas legislaciones comparadas hacen de conductas que poseen factores comunes. Este capítulo se orienta a la sistematización de la legislación y doctrina referente a la manipulación de precios en el mercado de valores (también llamada por la doctrina: “manipulación de mercado”) en EE.UU. y la U.E., siendo éstos los referentes regulatorios más desarrollados, por lo que resulta propicio compararlos con nuestra propia regulación.

1. Regulación en EE.UU. y la U.E.-

En EE.UU las conductas ilícitas en el mercado de valores se encuentran reguladas por el *Securities Exchange Act* de 1934 (“SEA”), el cual fue dictado para evitar el abuso de mercado, dado que dicha conducta puede generar el aumento de especulación y fluctuaciones irracionales de precios, y, en virtud de la importancia de este mercado a nivel mundial, ello podría repercutir en una buena parte del orbe⁸⁶.

La Unión Europea, por su parte, tiene distintos niveles de regulación. En un primer nivel, encontramos la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo (“Directiva”), que regula las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado). Ésta tiene por objeto establecer un marco regulatorio común a la UE, puesto que hay países miembros que no tienen legislación al respecto y otros en que ella no es clara; a mayor abundamiento, lo que busca es “garantizar la integridad de los mercados financieros y aumentar la confianza en ellos”⁸⁷, para lo cual faculta a cada miembro para sancionar este tipo de

⁸⁶ *Securities Exchange act 1934*, sección 3, p. 3

⁸⁷ Directiva 2003/6/CE del parlamento Europeo y del Consejo en Diario Oficial de la Unión Europea L96, p. 17

conductas⁸⁸. En un segundo nivel, se encuentran las directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE que especifican la aplicación de la Directiva de primer nivel, determinan quienes pueden realizar recomendaciones y establecen cuáles son las prácticas aceptadas, respectivamente. Adicionalmente, encontramos el reglamento 2273/2003 relativo a la recompra de valores de propia emisión.

Por último, cabe señalar que tanto España como el Reino Unido en principio deben atenerse a lo establecido por las directivas comunes de la U.E., sin embargo, como ellas le entregan competencia a los Estados miembros para regular asuntos locales, encontramos que sus regulaciones nacionales son bastante distintas entre sí. España, por una parte, regula las actuaciones en el mercado de valores a través de la Ley 24/1988 de Mercado de Valores, la que recoge de manera bastante similar lo que establece la Directiva 2003/6/CE, mientras que en Reino Unido, el abuso de mercado se encuentra regulado en la *Financial Services and Market Act 2000* (“FSMA”), y en el Código de Conducta de Mercado creado por la *Financial Services Authority* (“FSA”) en cumplimiento de lo establecido en el acta del 2000.

2. Definición de Manipulación de Precios.-

La legislación no es muy clara al momento de definir la conducta de manipulación de mercado. Lo que hace en su lugar, es describir las conductas que quedan subsumidas en dicha hipótesis, esto queda de manifiesto al analizar lo que establecen las legislaciones de EE.UU. y la U.E. En la sección 9 del SEA se señalan las conductas tipificadas como manipulación de precios de los valores⁸⁹ asimilándola al fraude, al señalar que la manipulación será la conducta para crear

⁸⁸ *Íbid.* pp.16-17.

⁸⁹ La sección 9 establece:

1. Será ilegal para cualquier persona usar valores:
 - a) Para crear una apariencia falsa o engañosa de (i) transacciones que no impliquen cambios en la propiedad que genere beneficios o (ii) introducción de órdenes con el conocimiento de que una orden de similar cuantía y precio, ha sido o será introducida por la misma o diferente parte.
 - b) Con el objetivo de inducir a la compra o venta de valores:
 - Transacciones que creen una negociación aparente o eleven o bajen los precios.
 - A través de la difusión de información falsa con conocimiento de su falsedad.
 - Estabilizar los precios a través de los medios adecuados para ello.
2. Será ilegal para cualquier persona prescribir transacciones:

una apariencia falsa o engañosa de transacciones o el uso de valores con el objetivo de inducir a la compra o venta de ellos. De forma muy similar lo define la U.E en la Directiva, donde se enumeran tres formas en las que se puede incurrir en manipulación de precios: transacciones que proporcionen indicios falsos o aseguren el nivel artificial de precios; aquellas que empleen dispositivos ficticios; y difusión de información falsa, lo cual a su vez es recogido por el artículo 83 ter. de la Ley de mercado de valores española⁹⁰. Mientras que Reino Unido no tipifica específicamente la conducta de manipulación de precios, sino que distingue entre tres formas de incurrir en abuso de mercado, tal como estudiaremos más adelante.

A partir del análisis de las mismas legislaciones, es posible entender la manipulación de precios como “un tipo de fraude que crea una impresión falsa o engañosa sobre la actividad del mercado”⁹¹, pues a través de la actuación de un sujeto se induce intencionalmente a los

-
- a) En que cualquiera de las partes adquiere opciones o privilegios de compra, seguridad sobre el valor o intercambio de cartera de valores.
 - b) En que existe interés en su colocación, futuros o depósitos.
 - c) Por cuenta de una persona con motivos para creer que tiene interés en la colocación, sus futuros o depósitos.
3. Será ilegal para cualquier agente o corredor hacer colocaciones o transacciones en contravención a las normas y reglamentos de la convención.

⁹⁰ 83 ter. Ley de mercado de valores española: “1. Toda persona o entidad que actúe o se relacione en el mercado de valores debe abstenerse de la preparación o realización de prácticas que falseen la libre formación de los precios. Como tales se entenderán las siguientes:

a) Las operaciones u órdenes:

- Que proporcionen o puedan proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de los valores negociables o instrumentos financieros.

- Que aseguren, por medio de una persona o de varias personas que actúen de manera concertada, el precio de uno o varios instrumentos financieros en un nivel anormal o artificial, a menos que la persona que hubiese efectuado las operaciones o emitido las órdenes demuestre la legitimidad de sus razones y que éstas se ajustan a las prácticas de mercado aceptadas en el mercado regulado de que se trate.

b) Operaciones u órdenes que empleen dispositivos ficticios o cualquier otra forma de engaño o maquinación.

c) Difusión de información a través de los medios de comunicación, incluido Internet, o a través de cualquier otro medio, que proporcione o pueda proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a los instrumentos financieros, incluida la propagación de rumores y noticias falsas o engañosas, cuando la persona que las divulgó supiera o hubiera debido saber que la información era falsa o engañosa. Con respecto a los periodistas que actúen a título profesional dicha divulgación de información se evaluará teniendo en cuenta las normas que rigen su profesión, a menos que dichas personas obtengan directa o indirectamente una ventaja o beneficio de la mencionada difusión de información”.

Al mismo tiempo faculta al ministerio de Economía para realizar una enumeración no exhaustiva de las conductas que pudieran afectar la libre formación de precios.

⁹¹ Dirección de Regulación, *Op. cit.* (nº 16) p.20

intervinientes del mercado a actuar de una manera determinada por el mismo, lo cual interfiere en “el libre juego de la oferta y la demanda”⁹² generando condiciones artificiales.

Desde un punto de vista técnico, Fischel y Ross han recogido las diversas definiciones dadas por las cortes norteamericanas, agrupándolas en un solo concepto, entendiendo que una “conducta es manipuladora si está diseñada para (i) interferir en la libre regulación de la oferta y la demanda, (ii) inducir a la gente a realizar transacciones, o (iii) forzar el precio del valor, a un nivel artificial”⁹³. Esta definición gira en torno a la finalidad de la conducta, tomando en consideración la intención del sujeto, aun por sobre el resultado, lo que a su vez queda de manifiesto en su redacción: “si está diseñada para (...)”, lo cual resulta coherente con la regulación norteamericana que también considera la intencionalidad.

Al respecto se sostiene que la conducta de manipulación está formada por tres elementos: “i. los mecanismos de manipulación (...) ii. la intención del actor de manipular y iii. que (...) produzcan un resultado concreto”⁹⁴, ahora bien, como ya hemos analizado, en algunas legislaciones los dos primeros elementos se suelen presentar, más el tercero no aparece en todas ellas. Las formas de incurrir en la conducta son variadas, tal como ya hemos presentado y analizaremos más adelante. Lo que resulta relevante aquí es la concurrencia de una intención de manipular, lo cual, al ser un elemento subjetivo, presenta una gran dificultad al momento de probarlo, por ello muchas legislaciones acogen la idea de la presunción o indicios de esta intención⁹⁵.

Sin embargo, lo que hace la legislación es una referencia a las actuaciones que se ajustan al tipo, más no entrega una aproximación genérica. Lo anterior, podría fundarse en la voluntad de no restringirlo demasiado como para dejar conductas abusivas fuera de él, al mismo tiempo que no “puede definirse como toda acción que genera presión en los precios de influencia

⁹² GOLDWASSER, Vivien. “Stock Market Manipulation and Short Selling”. 1999. P.154 En: Dirección de Regulación, *Op. cit.* (n° 16) p.21

⁹³ CHATTERJEA, A., CHERIAN, J., JARROW R. “Market Manipulation and Corporate Finance: A new perspective”. Financial Management. vol.22 (2): pp.200-209. Blackwell Publishing, 1993, p.201 *Traducción del autor.*

⁹⁴ DIRECCIÓN DE REGULACIÓN. *Op. cit.* (n° 16) p. 21

⁹⁵ *Ibid.* pp. 23-25

financiera, porque ello abarcaría las transacciones ordinarias del mercado”⁹⁶, por ello se ha optado por una enumeración de las conductas que se consideran manipuladoras⁹⁷.

En virtud de lo analizado, y para efectos de este trabajo, entenderemos por manipulación de precios, “aquella conducta que genere o cuya intención sea generar una condición artificial del mercado, para el provecho de quién incurra en ella”.

3. Sujeto Activo: ¿Quién puede ser Manipulador?

En el mercado intervienen distintos agentes, los cuales pueden ser clasificados en (1) Agentes con información relevante, (2) Manipuladores, (3) Buscadores de información, e (4) Inversores Ruido o sin información⁹⁸.

Para efectos de este trabajo, sólo nos interesa el manipulador, pese a que su existencia está condicionada a la presencia de buscadores de información en el mercado⁹⁹.

El manipulador no es mencionado por las legislaciones en análisis¹⁰⁰, sin embargo, la doctrina norteamericana y europea ha considerado que su existencia es relevante para la generación de un riesgo de manipulación del mercado de valores, pues sólo él tiene la capacidad para generar una condición artificial del mercado.

⁹⁶ SIEMS, Mathias, *Op. Cit* (n°12) p. 15.

⁹⁷ Lo cual genera el peligro de dejar conductas que producen efectos similares, fuera del tipo y por ende quedan permitidas.

⁹⁸ AGGARWAL, Rajesh y WU, Guojun. “Stock Market Manipulation –Theory and Evidence”. San Diego, Estados Unidos, 2003. <En línea> Disponible en World Wide Web: <<http://ssrn.com/abstract=474582> or doi:10.2139/ssrn.474582> [Última visita: 03 Julio 2011] pp. 6-7.

⁹⁹ Como el manipulador entra al mercado entregando una información que puede no existir o no ser real, es relevante que exista en dicho mercado alguien que reciba esa información y actúe como lo desea el manipulador; por tanto el buscador de información es quién es finalmente manipulado para fijar o cambiar los precios (para mayor profundidad, ver AGGARWAL, Rajesh y WU, Guojun, *Op. Cit.* (n°98) pp. 9-16

¹⁰⁰ Se podría establecer que lo presumen, pues si bien en la SEA se señala que cualquier persona que manipule precios tendrá una sanción, se refiere a alguien capaz de manipular los precios, para lo cual es necesario que tenga cierta presencia o reputación.

Se sostiene que este agente debe ser alguien que ejerza algún tipo de influencia en el mercado, pues si se trata de un simple inversor sin una gran presencia en el mercado de valores, lo que haga no va a incidir en el precio ni en las decisiones del resto. Por ello, se señala que para que “ocurra la manipulación alguien debe tener el poder para influenciar el mercado”¹⁰¹. Un sujeto que posee dicha característica ha sido definido por Jarrow como “*large trade*”, refiriéndose a quien realiza transacciones para cambiar los precios de los valores. Éste, pese a que puede no contar con la información de un agente informado, “cambia los precios sólo por su tamaño (el de su cartera) o porque el resto del mercado cree que dicho especulador cuenta con información”¹⁰². En el fondo se trata de agentes que usan su poder de mercado para engañar a alguien, ya que “si el resto de los participantes considera que aquellos tienen buena información, o suelen acertar en sus decisiones, su comportamiento será tenido muy en cuenta e imitado, y por lo tanto, los agentes ‘informados’ podrán engañar tomando posiciones contrarias de la información que poseen”¹⁰³.

En consecuencia, podemos definir al manipulador como aquel sujeto con presencia en el mercado -aquél que tiene una cartera de un tamaño tal que las operaciones que realice tendrán repercusiones directas en los precios de los valores, ó aquél que generalmente cuenta con información valiosa dentro del mercado, pudiendo caer en periodos normales dentro de la clasificación de agente informado, lo cual genera la creencia dentro del resto de los agentes, de que sus decisiones son informadas-, que se aprovecha de dicha posición para obtener un beneficio propio. En otras palabras, la mayor parte de las veces, un inversionista calificado, definido como aquellos corredores de bolsa, agentes de valores, bancos, instituciones financieras, compañías de seguros, intermediarios de valores, y todos aquellos con inversiones suficientes para ser ofrecidas públicamente en nuestro país¹⁰⁴, puede ser un manipulador siempre que haga uso malicioso de su posición de mercado.

¹⁰¹ CHATTERJEA, Arkadev, *Op. Cit.* (n°98) p. 201.

¹⁰² JARROW, Robert. “Market Manipulation, Bubbles, Corners, and Short Squeezes”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol.27 (3): pp.105-130. Estados Unidos, 1992. p. 106. *Traducción del autor.*

¹⁰³ TOVAR, Nuria, *Op. Cit.* (n°11) p. 10.

¹⁰⁴ Norma de Carácter general 119 de 2001, Define Inversionista Calificado: “Serán considerados Inversionistas Calificados y, por ende, podrán participar en los mercados especiales establecidos por este Servicio y en las ofertas o colocaciones dirigidas a estos inversionistas, las siguientes personas y entidades:

1. Inversionistas institucionales, entendiéndose por tales aquéllos contenidos en la letra e) del artículo 4 bis de la Ley N° 18.045.

4. Conductas englobadas por la Manipulación de Precios.-

Allen y Gale, hacen una clasificación de las manipulaciones típicas en función de su elemento (acción, información o negociación), lo cual se relaciona con la enumeración de conductas que realiza la regulación de EE.UU¹⁰⁵, la Directiva de la UE¹⁰⁶, y la Ley de mercado de valores de España, que recoge lo establecido por esta última.

En la primera clasificación, basada en acción, caben todas aquellas actividades realizadas por el manipulador fuera del mercado y que son dirigidas a alterar el precio de los valores; en la segunda, basada en información, el manipulador posee información privilegiada y

-
2. Bancos, sociedades financieras, compañías de seguros, entidades de reaseguro, intermediarios de valores y administradoras de fondos, constituidos en el extranjero.
 3. Corredores de bolsa y agentes de valores, cuando actúen por cuenta propia.
 4. Corredores de bolsas de productos agropecuarios, cuando actúen por cuenta propia y la inversión corresponda a productos de aquellos señalados en el artículo 5° de la Ley 19.220.
 5. Personas naturales o jurídicas y entidades, chilenas o extranjeras, que cuenten con inversiones financieras en valores susceptibles de ser ofrecidos públicamente en Chile o en el extranjero, por un monto no inferior a 20.000 UF.
 6. Personas naturales o jurídicas y entidades, chilenas o extranjeras, que cuenten con inversiones financieras en valores susceptibles de ser ofrecidos públicamente en Chile o en el extranjero, por un monto superior a 4.000 UF y que además cumplan con alguno de los siguientes requisitos:
 - a) Contar con un patrimonio contable igual o superior a 100.000 UF;
 - b) Haber realizado transacciones en el mercado de valores por un monto individual superior a U.F. 1.000 y con una frecuencia mínima de 20 operaciones trimestrales, durante los últimos 4 trimestres.
 - c) Ser un profesional universitario con especialización en economía, administración o finanzas o haber obtenido un post-grado universitario en tales áreas.
 - d) Haber desempeñado, por a lo menos por dos años consecutivos, un cargo profesional en mesas de dinero o en departamentos dedicados a realizar análisis financiero, asesorías financieras, administración y gestión de recursos, vinculados a las decisiones de inversión en un Inversionista Calificado.
 - e) Que las decisiones de inversión sean adoptadas por un Inversionista Calificado de acuerdo a las consideraciones de esta Norma, en virtud de un contrato de administración de cartera. Esto, en la medida que la facultad para participar en los mercados especiales, ofertas y colocaciones a que se refiere esta Norma haya quedado expresamente señalada en el contrato de administración respectivo y que el Inversionista Calificado informe mensualmente al cliente de las operaciones realizadas en virtud de dicha facultad.”
 - f) Ser una persona jurídica o entidad, nacional o extranjera, en que las decisiones de inversión sean adoptadas por un Inversionista Calificado de acuerdo a las consideraciones de esta Norma.

¹⁰⁵ Tal como ya lo presentamos, señala que será ilegal para cualquier persona usar valores con el objeto de inducir a la compra o venta de ellos a través de transacciones, difusión de información o estabilización de precios”.

¹⁰⁶ Sección 9 párrafo (1) del SEA: Las Transacciones u órdenes que proporcionen indicios falsos (manipulación basada en acción); Transacciones u órdenes que aseguren el precio a un nivel artificial (manipulación basada en la negociación); y la difusión de información por medios de comunicación que proporcionen indicios falsos (manipulación basada en la información).

difunde información falsa de forma interesada; la tercera y última clasificación, es decir como negociación, se basa en los comportamientos estratégicos engañosos realizados en el ámbito estricto de la transacción^{107/108}.

Esta clasificación, ha sido acogida por la mayoría de la doctrina comparada. Sin perjuicio de ello, otros, han separado las conductas en cuatro, a saber, transacciones falsas, posicionamiento de precios, transacciones con fraude (rumores) y transacciones con información falsa¹⁰⁹, pero en el fondo se trata de las mismas conductas, pues la primera corresponde a manipulación por acción, la segunda basada en negociación, y tanto la tercera como la cuarta dicen relación con la manipulación basada en información.

4.1. Manipulación basada en la Acción.-

Esta conducta suele ser categorizada como fraude, por ende podría englobarse dentro de las actuaciones fraudulentas que suceden en el mercado de valores. Aquí, el manipulador tiende a camuflar sus actuaciones con otro tipo de actos no ilícitos¹¹⁰. Un caso de éstos es aquél en que por una mera acción que realiza el manipulador, por la posición o el rol que tiene en el mercado, genera una creencia generalizada de poseer información, con lo cual el resto de los agentes toma decisiones en dicho sentido.

Sin embargo, para caer dentro de este tipo sería necesario generar una creencia de una buena marcha de la empresa -que sea falsa-, a través de actos que suelen estar fuera del mercado de valores. Así, a modo de ejemplo, si la empresa decide comprar una compañía con buena reputación para incorporarla o fusionarse, pero la empresa en la práctica no cambia realmente de propiedad, sino que se trata de un contrato simulado, caeremos bajo este supuesto. Lo mismo sucede con las políticas de dividendo que podría tomar una empresa, sobre todo en caso de mercados asimétricos¹¹¹.

¹⁰⁷ TOVAR, Nuria, *Op. Cit.* (n°11) p. 11

¹⁰⁸ Cada una de estas conductas está tipificada de forma independiente en nuestro país, tal como revisaremos en el capítulo 4.

¹⁰⁹ SIEMS, Mathias, *Op. Cit.* (n°12) p. 16

¹¹⁰ CHATTERJEA, Arkadev, *Op. Cit.* (n°93) p. 202

¹¹¹ *Ibíd.* p. 203

Bajo esta hipótesis, el manipulador planea tomar una posición para conseguir un resultado en el mercado. Para ello, se ha sostenido que existen dos estrategias: la primera de ellas es actuar pretendiendo “aprovecharse de las reacciones del resto de los agentes de la operación planeada, y por tanto se basa en la capacidad del inductor de no ser identificado; el segundo grupo de estrategias pretende que los demás agentes sigan las operaciones del inductor que pretende, por tanto, ser percibido como un participante informado”¹¹². Por ello, la relevancia de que se trate de un agente próximo a las fuentes de información, pues así el resto de los participantes se sienten atraídos a observar y considerar sus actuaciones, lo que genera un poder para manipular el mercado.

4.2. Manipulación basada en la Información.-

Esta conducta también ha sido considerada como un tipo de fraude, pues, por lo general, se materializa a través de la difusión de información falsa, o a través de la divulgación de falsos rumores.

Esto no necesariamente debe darse dentro del mercado de valores, sino que puede tratarse de información publicada en periódicos o, lo que es más utilizado hoy en día, internet. Un caso por todos conocidos, es el del Crac Bursátil ocurrido en 1929, respecto del cual muchos adhieren a la idea de que su magnitud fue aumentada debido a los falsos rumores que corrían sobre los precios de los valores, ya que “era común la práctica de comprar un valor, difundir un rumor y luego venderlo con beneficio”¹¹³. Para que esto sea posible, es necesario que quien difunda la información o propague rumores falsos, tenga cierta relación con dicha información, para que sea creíble y genere algún efecto en el mercado. Siems, considera que para que la información falsa constituya abuso de mercado debe cumplir con al menos dos requisitos: el primero, señala que quien da la información falsa debe tener conocimiento de su falsedad, y, el segundo, dice relación con el hecho de que dicha información sea creíble, pues si no lo es, es

¹¹² GARCÍA SANTOS, M. Nieves. “Ética, Equidad y Normas de Conducta en los Mercados de Valores: La regulación del Abuso de Mercado”. Ética y Economía, no.823: pp.163-188. Madrid, España, 2005.p. 167.

¹¹³ *Ibíd.*

improbable que ella tenga algún efecto en los precios del instrumento financiero¹¹⁴. En los casos en que la información es publicada por periodistas, se ha sostenido que no responden por dicho riesgo -siempre que no sean ellos quienes generen la información falsa-, pese a que se deben considerar las reglas de su profesión¹¹⁵.

No debemos confundirnos con la manipulación basada en acción, pues en ella basta que el sujeto realice una conducta aun cuando pueda no llegar a ser publicada, aquí, en cambio, no se requiere de la conducta para hacer variar alguna condición, sino de la difusión de información sobre los valores, la empresa o el mercado en general, que ella no sea verdadera y que repercuta en las decisiones de los intervinientes del mercado, de tal forma que pueda hacer variar el precio de los valores.

Este tipo de manipulación, ha sido expresamente tratada por la Directiva 2003/124/CE, la cual realiza una enumeración no exhaustiva de las distintas conductas que pueden caer en este tipo de manipulación. Primero, si la realización de transacciones son seguidas por divulgación de información falsa por las mismas personas, u otras relacionadas y, segundo, “si las órdenes de negociar son dadas o las operaciones son realizadas por personas, antes o después de que la misma persona o personas que tengan vinculación con ellas presenten o divulguen recomendaciones de investigación o inversión que sean erróneas o interesadas o pueda demostrarse que están influidas por un interés importante”¹¹⁶.

4.3. Manipulación basada en la Negociación.-

Este último tipo de manipulación de precios utiliza simplemente la compra y la venta de acciones para hacer cambiar el precio de los valores en el mercado, lo cual lo convierte en uno de los casos más emblemáticos de manipulación, pues no utiliza ningún medio falso o ilícito

¹¹⁴ Ver SIEMS, Mathías, *Op. Cit.* (nº12) p. 17. El caso hipotético que utiliza para probar su tesis, versa sobre una compañía que deliberadamente publica información relevante sobre los precios de sus valores en su página web.

¹¹⁵ En la legislación Chilena el artículo 61 LMV señala que quienes esparcen rumores de información para obtener beneficios, serán sancionadas con las penas de presidio menor en su grado mínimos a medio.

¹¹⁶ Artículo 5 Directiva 2003/124/CE.

para cambiar los precios del mercado, de hecho, hace exactamente lo que se debe hacer en él, transar valores.

Se ha sostenido, por lo mismo, que la “manipulación basada en la negociación es difícil de ser erradicada mediante regulación”¹¹⁷, ya que mediante este mismo tipo de transacciones cambian los precios y es lo que determina a un mercado de valores como tal, con lo cual habría que atenerse al objeto de dichas transacciones, lo que, como sabemos, al pertenecer al ámbito de la voluntad, es muy difícil de probar.

De todas formas, se ha establecido que una compra que produzca un cambio significativo, seguido de una rápida venta de los mismos valores son indicios de una manipulación de precios basada en la negociación. Así lo expresa la Directiva 2003/124/CE en relación a la compra y venta en cortos períodos de tiempo, al establecer en su artículo 4 que pese a no constituir manipulación *per sé*, se debe tener presente las “órdenes de negociar dadas o las operaciones realizadas (que) se concentran en un periodo de tiempo corto en la sesión comercial y producen un cambio de precios que se invierte posteriormente”¹¹⁸, dado que si ellas tienen como objeto dicho cambio, constituirían manipulación.

Lo relevante de la manipulación basada en la negociación es que las transacciones sean capaces de generar un efecto significativo en el mercado –lo cual hace referencia al tamaño de las transacciones-, y que hayan sido implementadas con dicho objeto. Por ello, es en este tipo de manipulación que se acentúa la importancia de que quien realice esta transacción tenga cierto poder de mercado, pero fundamentalmente referido al tamaño de su cartera de valores, ya que debe ser capaz de influenciar los precios a través de la compra o venta de ellos.

Otra forma de manipular el precio basado en la negociación, es a través de escaladas para aumentar el precio o *Bear Raids*, es decir, operaciones que consistan en vender hasta que baje el precio y luego comprar. La CESR¹¹⁹, actual ESMA¹²⁰, ha agrupado en una guía las conductas manipuladoras de la UE, señalando dentro de ellas a dos que podrían caer bajo el

¹¹⁷ GARCÍA SANTOS, M. Nieves, *Op. Cit.* (nº112) p. 168

¹¹⁸ Directiva 2003/124/CE En: Diario Oficial Unión Europea (24 Diciembre 2003) pp. 72

¹¹⁹ Committee of European Securities Regulators

¹²⁰ European Securities and Market Authority.

supuesto analizado: primero, la “reactivación y dumping”, que consiste en comprar valores y a continuación aumentar la actividad de compra, con el objetivo de aumentar su precio. De tal manera, el mercado resulta engañado por el efecto en el precio, y la inducción a la compra; más tarde, el manipulador venderá a un precio inflado. Segundo, lo que se conoce como *Trash and cash*, que es la conducta inversa, aumenta la actividad de venta para reducir el precio, cerrando su posición una vez que el precio ha caído¹²¹.

Sin embargo, se podría sostener que esto no es rentable, pues una vez que quiera volver a comprar el precio se elevará. Para refutar lo anterior, se ha sostenido que se podría comprar a bajo precio o vender a un mayor valor, cuando se trata de un mercado asimétrico, donde no todos cuentan con la misma información¹²². De esta forma, aquellos inversores no informados que ven que se eleva el precio producto de una excesiva compra, pueden suponer que seguirá aumentando y querrán adquirir dicho valor, aumentando aún más el precio, con lo cual quien estaba comprando para subir el valor, puede vender para incrementar sus ingresos, hasta cierto punto para no incurrir en pérdidas. Pese a todo lo argumentado, la conducta difícilmente puede considerarse como manipuladora, en el sentido que las legislaciones analizadas tienden a asimilarla a “fraude”, mientras que en el caso en cuestión, lo que se hace es una maximización de utilidades por parte del agente por la vía que se considera adecuada para ello, la negociación.

De esta manera, no puede considerarse que el caso de escalada de precios, constituya manipulación *per sé*, sin embargo, y tal como lo sostiene la Directiva de la UE en su artículo primero al definir como manipulación: “las conductas que induzcan a errores en la cotización de valores”, debemos considerar que tanto “las operaciones realizadas (que) representan una proporción significativa del volumen diario de operaciones en el pertinente instrumento financiero en el mercado regulado correspondiente, en especial cuando estas actividades producen un cambio significativo en el precio del instrumento financiero”¹²³, y aquellas “operaciones realizadas por personas con una posición significativa de compra o venta en un instrumento financiero (que) producen cambios significativos en el precio del instrumento

¹²¹ VILLEGAS, Pedro. “El Abuso de Mercado. Introducción al concepto y tipos”. Revista Iberoamericana de Mercado de Valores La Rioja, España: Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, vol. 22. 2007. p. 13.

¹²² ALLEN, Franklin y GALE, Douglas. “Stock Price Manipulation”. The review of Financial Studies, vol. 5 (3): pp.503-529, 1992. p.505.

¹²³ Directiva 2003/124/CE, Artículo 4 letra a)

financiero o del activo derivado o subyacente relacionado admitido a cotización en un mercado regulado”¹²⁴, siempre que generen condiciones artificiales de mercado, y en las que exista la intención de dicho resultado, van a constituir manipulación de precios. La sección 9 del SEA, tampoco ha descartado la posibilidad de este tipo de manipulación, pese a la dificultad de prueba que implica, pues establece que incurrirá en manipulación cualquier agente que, de manera individual o concertada, cree una negociación real o aparente, eleve o disminuya el precio de los valores, con el propósito de inducir a la compra por otros¹²⁵. De este precepto, podemos obtener tres conclusiones: la primera, que no es necesaria la concertación entre dos puntas para que se genere la manipulación, basta un solo agente –en caso contrario, estaríamos hablando de un contrato simulado, lo cual está tipificado de manera autónoma en el Código Penal-. La segunda, que lo relevante es el efecto que la conducta produzca en el mercado y no si hay fraude o no lo hay, es decir, es posible que una conducta aparentemente lícita genere condiciones artificiales del precio. La tercera, que la intencionalidad o propósito es complementario al resultado; no basta que se fije el precio a nivel artificial, se requiere que la conducta haya sido adoptada con dicho objeto.

Por último existe lo que se conoce como *Buy-Back*, que consiste en volver a comprar valores propios e invertirlos para estabilizar el precio. Pese a existir varias razones para que las empresas realicen este tipo de conductas, como la obtención de dividendos, devolver dinero a los accionistas, revender las acciones, entre otras, también puede generar peligros. El primero de ellos es que puede reducir el capital de la compañía, y el segundo es que a través de dicha conducta se puede llegar a manipular el mercado. Por ello, se debe atender al propósito de dicha compra y se debe limitar la cantidad que se transa, para que no sea posible distorsionar el mercado¹²⁶. Así, por ejemplo, el reglamento 2273/2003 de la UE ha establecido los requisitos para que la recompra sea lícita, la cual limita no sólo el máximo de precio que se podrá pagar por el valor, sino también, establece un límite para la cantidad de compra que se puede realizar, el cual no puede exceder de un 25% del volumen medio diario de las acciones en el mercado

¹²⁴ *Ibíd.* Artículo 4 letra b)

¹²⁵ Securities Exchange Act 1934: Sección 9 párrafo (2): "To effect, alone or with 1 or more other persons, a series of transactions in any security other than a government security, any security not so registered, or in connection with any security-based swap or security-based swap agreement with respect to such security creating actual or apparent active trading in such security, or raising or depressing the price of such security, for the purpose of inducing the purchase or sale of such security by others".

¹²⁶ SIEMS, Mathias. *Op. Cit.* (nº 12) p. 23

regulado en que se lleve a cabo la compra¹²⁷. Otro caso recogido por la legislación que se podría considerar manipulación basada en la negociación, es la recompra no abarcada por la excepción del artículo 8 de la misma Directiva¹²⁸.

De todas formas, resulta muy difícil distinguir una práctica de negociación que tiene efectos manipuladores, pues no hay una tipificación expresa que prohíba estas conductas *per sé*, sino cuando cumple determinadas condiciones, tal y como lo ha establecido el artículo 4 de la Directiva 2003/124/CE en caso de ventas en corto período de tiempo, o aquéllas que transan una gran cantidad de valores o que se realizan por un agente con presencia en el mercado, y que generen cambios en el precio del instrumento financiero.

La falta de jurisprudencia que recoja de manera clara este tipo de manipulación, nos hace cuestionar si la conducta descrita basta para caer en el ilícito. Podríamos sostener que los aspectos a atender para determinar si la conducta negociadora constituye manipulación en el caso concreto son, los efectos que la conducta produce en el mercado¹²⁹ y la voluntad que se tiene al momento de realizar la transacción. El problema es que ello generaría un nuevo conflicto para la jurisprudencia, por la dificultad de prueba que generan estos aspectos.

5. Condiciones que debe tener el mercado y efectos que en él produce.-

5.1. Condiciones del mercado que favorecen la manipulación.-

Como ya sosteníamos, los mercados no son perfectos, sino que en ellos existen diversas fallas, dentro de las cuales, las asimetrías de información juegan un rol muy importante para la

¹²⁷ Reglamento 2273/2003 Artículo 5.

¹²⁸ Artículo 8 de la Directiva: “Las prohibiciones establecidas en la presente Directiva no se aplicarán a las operaciones con acciones propias en programas de recompra ni a la estabilización de un instrumento financiero, siempre que la operación se realice de acuerdo con las medidas de ejecución adoptadas de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 17”.

¹²⁹ A modo de ejemplo podría haber dentro de las conductas descritas por la Directiva 2003/6/CE que señala que serán prohibidas las “Transacciones u órdenes para realizar operaciones:

- a) Que proporcionen indicios falsos de la oferta, demanda o precio.
- b) Que aseguren por una persona el precio de los instrumentos en un nivel artificial”.

entrada de manipuladores. La relevancia de estas asimetrías descansa sobre la idea que el intercambio de información empresa-mercado es capaz de condicionar el acceso, la magnitud y las condiciones del financiamiento, pues corresponde a la función financiera traducir a valor financiero toda creación de valor, lo cual requiere de información certera¹³⁰. El hecho que existan asimetrías de información entre quienes transan en un mercado, empeora la transparencia y crea barreras entre los competidores, lo cual genera la aparición de “buscadores de información”. Como ellos actúan de forma desinformada, siguiendo las acciones que realizan quienes se encuentran más cercanos a la fuente y que, por ende, pueden tener información real, se crea la posibilidad de entrada de manipuladores, los que sin tener información o teniéndola actúan de forma contraria a ella, con el objetivo de obtener beneficios personales.

Es más, la doctrina ha señalado que “las asimetrías generan oportunidades de manipulación, que de otra forma no existirían”¹³¹, pues, como ya adelantábamos, esta característica genera la aparición de buscadores de información y mientras más buscadores de información existan, mayores serán las probabilidades del manipulador de obtener los resultados que busca, ya que, según se señala, “la presencia de más buscadores de información también hace posible para los manipuladores el reunirse con aquella parte informada y obtener beneficios de la transacción con buscadores de información”¹³². Sin embargo, al mismo tiempo, a mayor cantidad de manipuladores, las ganancias de los buscadores de información se ve reducida, lo cual desincentiva su entrada. Lo relevante es que esto puede tener efectos severos en el mercado, pues la manipulación no permite que la información –real- se refleje en los precios, y ante la imposibilidad del buscador de distinguir entre buenos y malos activos, ofrecerá menores precios; lo que, como ya señalábamos, generaría un mercado de limones.

Otra característica que hace posible la entrada de manipuladores, es la existencia de bajas barreras de entrada, o en otras palabras, mercados con menores exigencias a las empresas y bajos estándares de conducta a las mismas. “Estos son precisamente los mercados donde los

¹³⁰ ALONSO, A., LEGATO, A., VALETUTTO, M. “Información y Volatilidad en el Mercado Financiero”. *Información Tecnológica*. vol.17 (5): pp. 75-82. Argentina. p.2

¹³¹ JARROW, Robert. “Market Manipulation...” *Op. Cit.* (n°102) p.126. En el original: “*Asymmetries create manipulation oportunities, which otherwise would not exist*”.

¹³² AGGARWAL, Rajesh y WU, Guojun, *Op. Cit.* (n°98) p.22. Texto original: “*Yet the presence of more information seekers also makes it possible for manipulators to pool with the informed party and profit from trading with information seekers*”

problemas de asimetría de información son más severos”¹³³, ya que en medida que cualquiera pueda transar y no se le impongan ciertas restricciones, la falta de reglas que obliguen a la entrega de determinada información provoca que se acentúen las asimetrías entre los agentes, con lo cual será más fácil incurrir en conductas manipuladoras. Por lo anterior, resulta más favorable para conductas manipuladoras un mercado con baja regulación, que uno con deberes de comportamiento y estándares de entrada.

Por último, el hecho que estos mercados cuenten con escasa liquidez también favorece la manipulación, ya que dentro de los mercados existe lo que en doctrina se conoce como “*Paper Wealth*”, es decir, “el valor de la posición del especulador, en relación a los precios de mercado”¹³⁴ o, en otras palabras, lo que el agente tiene en su cartera antes de ser liquidada. Se trata de los precios de los valores dentro del mercado; y como éstos no siempre son iguales al valor real, posibilitan al agente a controlar su riqueza de papel, y por ende a controlar los precios de mercado, al encontrarse relacionados¹³⁵. En virtud de lo anterior, se puede sostener, que en los mercados con menor liquidez, los valores se alejan de su precio real (que está dado por la ganancia posterior a la liquidación), lo que permite que el precio se mueva más fácilmente¹³⁶, permitiendo así alcanzar los objetivos del manipulador sin incurrir en mayores costos. La doctrina ha sostenido que la iliquidez contribuye a la manipulación en cuanto en estos mercados “hay menos contenido informativo en la negociación, por lo que la información externa tiene un gran impacto”¹³⁷, lo que permite al manipulador inducir a la compra o venta de ciertos activos, generando que el precio refleje información falsa.

De esta forma, al manipulador le interesará entrar a un mercado con bajas barreras de entrada y escasas normas de conducta, donde la información sea asimétrica y las acciones transadas ilíquidas, pues ello en conjunto con su poder de mercado y la existencia de una cantidad suficiente de buscadores de información, generan las condiciones perfectas para que su conducta tenga repercusiones en el mercado y pueda fijar o cambiar los precios de los valores.

¹³³ *Ibid.*, pp. 23

¹³⁴ JARROW, Robert. “Market manipulation...” *Op. Cit.* (nº102) p.106 En el original: “*Paper wealth is defined as the value of the speculator's position evaluated at the prices supported by the large trader*”

¹³⁵ *Ibid.*, p.124

¹³⁶ AGGARWAL, Rajesh y WU, Guojun, *Op. Cit.* (nº98) p.24

¹³⁷ GARCÍA SANTOS, M. Nieves, *Op. Cit.* (nº112) pp.168-169.

5.2. Efectos que produce en el Mercado.-

La manipulación de precios impide que el mercado actúe en base a impulsos competitivos, lo cual se traduce en que los precios dejan de reflejar la información disponible en el mercado, por tanto distorsiona la asignación de recursos financieros¹³⁸, provocando la ineficiencia del mercado. Esto, en virtud de que “Las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado impiden la total y adecuada difusión generalizada de información en el mercado que es un requisito previo a la negociación”¹³⁹, lo cual genera asimetrías, reduciendo la eficiencia y por supuesto la confianza en el mercado. En el fondo, lo que se produce con estas conductas abusivas de mercado, son resultados injustos –pues no reflejan los valores reales- e inequitativos –toda vez que la distribución de recursos no se rige por los impulsos naturales de oferta y demanda-.

Como señalábamos en el capítulo anterior, una fijación libre de precios, es aquella en la cual los valores reflejan la información disponible en el mercado, por lo tanto, su fluctuación dependerá de la información real de la empresa o el futuro del valor. Así, a modo de ejemplo, si una empresa capitaliza acciones y las saca a la bolsa, ello tenderá a subir el valor de las otras acciones de su propiedad, pues se ha generado un excedente suficiente como para capitalizar; lo mismo sucederá en caso contrario. Pero cuando existe manipulación, no sólo no se puede confiar en la información que existe en el mercado, lo cual puede generar falta de liquidez en él, sino también, la información que refleje no será la real, con lo cual no se podrá ajustar a las eventualidades del mercado, ni a la oferta y la demanda de los agentes. Esto puede generar que al momento de liquidar los valores, el mercado no sea capaz de transformarlo a dinero. Así por ejemplo se entiende que sucedió con el Crac Bursátil de 1929, donde no había un sustento real de dinero detrás de los valores transados, pues los intervinientes se dejaron llevar por uno de los peligros más grandes en el mercado de valores: la emoción y excesiva excitación, provocando una expansión especulativa, las cuales por regla general “acaban invariablemente en una contracción excesiva y angustia”¹⁴⁰.

¹³⁸ *Ibíd.*, p.164

¹³⁹ *Ibíd.*, p. 187

¹⁴⁰ AHAMED, Liaquat. “Los señores de las finanzas” -3ª Edición- Barcelona, España: Edición Deusto, 2010. p. 357

En virtud de lo anterior, podemos sostener, que cuando los precios son manipulados, incrementa la especulación en el mercado, generando fluctuaciones irracionales e inexplicables, lo cual se traduce en expansiones y contracciones del volumen del crédito disponible para el comercio¹⁴¹, produciendo múltiples inestabilidades a nivel país –estancando su crecimiento interno y por ende disminuyendo el interés de inversores extranjeros- e incluso a nivel mundial, si la bolsa tiene tal trascendencia.

Por ende, existen dos principales efectos de la manipulación de precios, la injusticia social o inequidad y la ineficiencia del mercado. En cuanto a la ineficiencia, ella se produce en virtud de que los precios no reflejan la información real de los valores, lo cual se traduce en un mayor costo de negociación y menor liquidez del mercado. Además hay una pérdida de incentivos de los gestores en la difusión de información¹⁴² e incluso podría provocar la salida del mercado de los buenos activos –puesto que no recibirían el precio que cuestan-, dejando un mercado con los peores activos, lo cual lo debilitaría notablemente, e incluso lo podría hacer desaparecer. La injusticia social se produce por la eventual pérdida que podría provocar el estallido de una burbuja bursátil.

6. Sanciones.-

En virtud de los efectos que la manipulación puede provocar en el mercado, es necesario imponer sanciones a quienes incurren en ella y establecer ciertas normas de conducta para evitar que ella se concrete, protegiendo así no sólo la confianza en el mercado, sino también su integridad¹⁴³. Sin embargo, en virtud de las particularidades de los ilícitos económicos, se ha discutido qué tipo de sanción –entre penal y administrativa, pues siempre que haya daño puede proceder la indemnización civil- es la más conveniente. Ambos sistemas tienen ventajas y desventajas; a favor de las sanciones administrativas se puede sostener que aseguran una alta capacidad técnica, celeridad del procedimiento, adaptación a cambios en la materia, entre

¹⁴¹ Security Exchange Act 1934, p.3

¹⁴² TOVAR, Nuria, *Op. Cit.* (nº11) p.13

¹⁴³ Objetivo de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo. Ver p.18

otros¹⁴⁴. Mientras que la ventaja de las sanciones penales, se relaciona con las garantías materiales y procesales y el hecho de que “la sanción es impuesta en un proceso público por un juez que forma parte de un Poder del Estado distinto del poder político”¹⁴⁵. Por ello, a continuación estudiaremos los sistemas, cómo han legislado los países en estudio respecto del tema y cómo deben actuar los tribunales cuando la conducta tiene ambas sanciones aparejadas.

6.1. Derecho Administrativo Sancionatorio.-

Suele definirse el Derecho Administrativo Sancionatorio, contraponiéndolo al derecho penal –tal como lo estudiaremos a continuación-, entendiéndose que sólo los ilícitos más graves caerán dentro de la esfera de éste último, por su carácter de última ratio. Pese a ello, hoy en día, la tesis mayoritaria ha abandonado la idea de que el derecho administrativo sancionador depende de la facultad punitiva de los tribunales, pasando a sostener que “ambas potestades se configuran como ramas o ‘manifestaciones’ de una unidad superior: el ‘ius puniendi’ del Estado”¹⁴⁶, teniendo como diferencia los bienes jurídicos que protegen, pues la potestad sancionadora de la administración debe asegurar el “interés público que persigue toda actuación de la administración en la materia”¹⁴⁷. Otros autores, sin embargo, han sostenido que la diferencia entre uno y otro es cuantitativa, es decir “las conductas de mayor dañosidad social permanecerían en el Derecho Penal y las más leves en el Derecho Administrativo Sancionador, el problema (sin embargo) siempre está presente en las zonas intermedias”¹⁴⁸. De esta forma, podemos considerar que ambas potestades son independientes entre sí, aunque son manifestaciones del mismo poder sancionador del Estado.

¹⁴⁴ ZUÑIGA, Laura. “Relaciones entre el Derecho Penal y Derecho Administrativo Sancionador ¿Hacia una “Administrativización” del Derecho Penal o una “Penalización” del Derecho Administrativo Sancionador?” En: ARROYO, Luis “Homenaje al Dr. Marino Barbero Santos: In Memoriam”, España, editado por Universidad de Salamanca, 2001: pp. 1420 – 1444. <En Línea> Disponible en World Wide Web: <http://www.unifr.ch/ddpl/derechopenal/articulos/a_20111004_01.pdf> [Última visita: 25 Noviembre 2011] p. 1421

¹⁴⁵ *Ibid.* pp. 1421-1422.

¹⁴⁶ NIETO, Alejandro. “Derecho Administrativo Sancionador” -4ta edición- España, Editorial Tecnos, 1994. p.91

¹⁴⁷ *Ibid.* p. 92

¹⁴⁸ ZUÑIGA, Laura. *Op. Cit.* (nº144) p. 1431

Ahora bien, esta potestad ha evolucionado desde un Derecho Penal de Policía, Derecho Penal Administrativo, hasta el día de hoy, que podemos sostener la independencia del Derecho Administrativo Sancionador. El primero buscaba asegurar el Orden Público, por ende, se sancionaban las meras infracciones. El segundo, trató de acercarlo más hacia el derecho penal, reconociendo su paternidad, pero independizándolo de éste. Mientras que el derecho actual, explica la potestad de la administración como “distinta de la penal aunque muy próxima a ella”¹⁴⁹. Dentro de las diferencias, en el ámbito de prevención, la sanción penal busca disuadir a quienes intentan delinquir, mientras que en la administrativa “no se trata, en definitiva, de evitar la lesión, sino más bien de prevenir la posibilidad de que se produzca”¹⁵⁰, ataca los medios idóneos de producción del resultado. De esta forma, deja a un lado el daño concreto y lo que sanciona en la práctica es un riesgo, que en el caso de los ilícitos económicos suele ser abstracto. Por último, se ha sostenido que la protección no es a bienes jurídicos individuales, como lo hace el derecho penal, sino a “intereses públicos y generales”¹⁵¹; el bien jurídico protegido, sería el Orden Público o, en otras palabras, el injusto administrativo estaría fundamentado en “la desobediencia al Estado”¹⁵².

Vale la pena mencionar el hecho de que en la actualidad no existe duda de la aplicación de las garantías penales al derecho administrativo sancionador, sin embargo, se sostiene que esta aplicación debe ser con matices. El fundamento de ello está dado por los roles diferentes que cumple cada sistema y la posición que tienen ante el derecho. Ahora bien, y pese a que no es objeto de nuestro estudio, la aplicación de estas garantías parece estar fundamentada – en el ámbito penal – en la mínima intervención que éste debe tener y en la esfera personal en que éste se aplica. A partir de ello, no parece razonable que al ampliar el *ius puniendi* del Estado, es decir, su capacidad represiva, no se aumente con ello las garantías de las personas frente a ella, pues basado en la misma discrecionalidad y falta de independencia de la administración, resulta ilógico que el particular tenga menos garantías que ante el poder judicial. Sumado a ello, cabe mencionar que los matices con los que se deben aplicar las garantías no quedan determinados, lo que otorga aún mayor discrecionalidad a la administración.

¹⁴⁹ NIETO, Alejandro. *Op. Cit.* (n°146) p. 177

¹⁵⁰ *Ibid.* p. 182

¹⁵¹ *Ibid.* p. 185

¹⁵² ZUÑIGA, Laura. *Op. Cit.* (n°144) p. 1431

6.2. Sanciones Administrativas.-

La sanción administrativa ha sido definida como el “mal infligido por la Administración a un administrado como consecuencia de una conducta ilegal”¹⁵³, de tal forma, que cuenta con tres elementos esenciales: es una “carga que se impone al individuo, el gravamen debe ser consecuencia de una conducta lesiva a un bien jurídico protegido en una infracción administrativa”¹⁵⁴ y debe ser impuesto por la autoridad administrativa. Existen dos tipos de sanciones, las generales y las disciplinarias, éstas últimas son aquéllas que se aplican a quienes tienen un vínculo especial con la administración –v.g. funcionarios-.

De todas formas, la característica principal de estas sanciones es su finalidad represiva, lo cual la distingue de otras medidas que puede aplicar la administración. La idea es que el “perjuicio causado responda a un sentido retributivo”¹⁵⁵, de tal forma, que el fundamento de su aplicación sea responder ante el incumplimiento de la norma, lo cual perfectamente puede convivir con una sanción civil de indemnización de perjuicios.

Este tipo de sanciones está caracterizado, además, porque a diferencia de las sanciones penales, su finalidad no apunta a la reinserción y la reeducación, sino más bien a ser ejemplificadoras respecto del incumplimiento de una norma, por esta misma razón se sostiene que puede proceder “responsabilidad objetiva o al margen de la culpabilidad del infractor”¹⁵⁶.

Sin embargo, las características que hacen deseable su aplicación a los ilícitos económicos, considerando la falta de aceptación de la dañosidad de éstos por la sociedad, principalmente por la “falta de identificación de la colectividad con el paradigma de la

¹⁵³ GARCÍA DE ENTERRÍA, Eduardo y FERNANDEZ, Tomás-Ramón. “Curso de Derecho Administrativo II” -1era Edición- Madrid, España, Civitas, 1989. p. 163

¹⁵⁴ RAMIREZ, María Lourdes. “La sanción administrativa y su diferencia con otras medidas que imponen cargas a los administrados en el contexto español”. *Revista de Derecho* (27): pp. 272-292. Barranquilla, 2007. <En Línea> Disponible en World Wide Web: <http://ciruelo.uninorte.edu.co/pdf/derecho/27/10_Las%20sanciones%20administrativas.pdf> [Última visita: 25 Noviembre 2011] p. 275

¹⁵⁵ *Ibid.* p. 278

¹⁵⁶ GARCÍA DE ENTERRÍA, Eduardo y FERNANDEZ, Tomás-Ramón. *Op. Cit.* (n°153) p. 166

víctima”¹⁵⁷, son: Primero, la homogeneidad con el ilícito, en el sentido que afecta “directamente o indirectamente a la esfera del beneficio”¹⁵⁸, tratándose, por lo general, de una multa que se mide en virtud de las cantidades ganadas. Segundo, su falta de naturaleza estigmatizante –a diferencia de la sanción penal-, lo cual, sin embargo, puede ser criticado, pues crea delitos y a la vez autores, de primera y segunda categoría¹⁵⁹, aumentando la injusticia social. Por último, resulta conveniente este tipo de sanciones por su efectividad optimizable¹⁶⁰, puesto que por su celeridad y efectiva imposición de sanciones resulta más apropiada que la vía penal.

Así mismo lo han considerado diversas legislaciones, que han optado por aplicar sanciones administrativas a quienes incurran en la conducta de manipulación de precios. Esta sanción, sin embargo, puede ser de forma independiente, integrada o complementaria a la sanción penal que pudiera proceder. A continuación presentamos el tratamiento sancionatorio administrativo de las legislaciones en estudio.

6.2.1 Estados Unidos.-

El SEA en su sección 10(b) establece que la sanción para quienes realizan manipulación de precios en el mercado de valores debe ser determinada por la *Securities Exchange Commission* (“SEC”)¹⁶¹. En caso de infracción, el consejo de la comisión debe optar si enviar los antecedentes ante tribunales o un ente administrativo, dependiendo de “la gravedad de la

¹⁵⁷ PALIERO, Carlo. “La Sanción Administrativa como medida moderna en la lucha contra la criminalidad económica”. En: Jornadas en honor del Profesor Klaus Tiedemann: (14 – 17 Octubre 1992, Universidad Autónoma de Madrid, España) “Hacia un Derecho Penal Económico Europeo”, España, Estudios Jurídicos, 1995:pp. 469 – 491. p. 472

¹⁵⁸ *Ibid.* p. 475.

¹⁵⁹ Los que merecen penas privativas de libertad, y los que no lo merecen. Para mayor abundamiento ver: HERNANDEZ, Hector: “Perspectivas del Derecho Penal Económico en Chile”. *Persona y Sociedad* Vol. XIX (1): pp. 101-134. Universidad Alberto Hurtado, Chile, 2005. pp. 103-104

¹⁶⁰ PALIERO, Carlo. *Op. Cit.* (n°157) p. 476

¹⁶¹ La SEC está integrada por un consejo, el cual se conforma por cinco miembros de la comisión presidencial de oficio. Su presidente es designado por el Presidente y no pueden existir más de tres comisionados del mismo partido político. Además, el staff completo de la misma supera los 3.500 miembros. Las funciones de la SEC van desde la interpretación de las leyes federales de valores, hasta la emisión de nuevas normas. Para mayor información visitar World Wide Web: <<http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml#org>> [Última visita: 17 Enero 2012].

infracción, la naturaleza técnica del asunto, el tipo de sanción, así como otras consideraciones”¹⁶².

Las sanciones administrativas son determinadas inicialmente por un juez administrativo, sin embargo quien tome la decisión final y en definitiva aplique la sanción, será el propio consejo de la SEC. Estas sanciones consisten en: la suspensión o revocación de la condición de *broker-dealer* y de asesor financiero, censura, prohibición de asociación en la industria de valores, pago de multas monetarias (que es la forma más común en que se presentan las sanciones administrativas) y devolución de los beneficios¹⁶³.

Las multas dependerán de si la conducta ha producido directa o indirectamente daños patrimoniales, o si representa un grave riesgo de que así sea. En caso que no haya producido, ni represente un gran peligro, la multa no podrá exceder de 50.000 dólares para las personas físicas y 250.000 para personas jurídicas. Ahora, si es que existe daño o riesgo, la multa puede alcanzar los 100.000 dólares para personas físicas o 500.000 en los otros casos¹⁶⁴.

Conjuntamente proceden sanciones civiles, pues se señala que el daño podrá demandarse en cualquier tribunal con competencia, solicitando desde el daño causado hasta las costas de la acción. Para ello se ha establecido la necesidad de la existencia de auditorías, así se podrán detectar comportamientos ilegales e identificar las partes de la transacción que cometen el ilícito, entre otros; estableciendo sanciones a quienes no realizan dichas auditorías o lo hacen de forma fraudulenta.

En el ámbito civil, la Sección 21 (3)¹⁶⁵ de la normativa establece que existen penas por actuación fraudulenta, engañosa o manipuladora, que se traducen en multas de hasta 50.000 dólares para personas naturales o 250.000 si no lo son, o multas hasta el importe bruto de la ganancia obtenida como producto del ilícito. Ahora, si producto de estas conductas se produjese

¹⁶² TOVAR, Nuria, *Op. Cit.* (nº11) p. 47

¹⁶³ *Security Exchange Act* 1934, pp.297-298.

¹⁶⁴ TOVAR, Nuria, *Op. Cit.* (nº11) p. 48

¹⁶⁵ *Security Exchange Act* 1934, pp.297-298

o se pudiese producir daño sustancial a otras personas, los límites se elevan desde 100.000 a 500.000 correlativamente¹⁶⁶.

6.2.2 Unión Europea.-

El artículo 14 de la Directiva 2003/6/CE establece que corresponderá a los estados miembros establecer las sanciones penales y medidas administrativas apropiadas, siendo lo suficientemente disuasorias y proporcionales con la infracción. En ella también se señala, que corresponderá a la Comisión Europea establecer una lista de medidas y sanciones, que aún no se ha llevado a cabo –pese a que hoy existe una propuesta-. Lo más cercano a ello, era una guía para la reforma financiera en la Unión Europea, la cual señala que se deberán ampliar las facultades para sancionar e imponer multas administrativas, las cuales a modo de ejemplo, deberían ascender al doble de toda posible ganancia ilícitamente obtenida¹⁶⁷.

De esta forma, como “el Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea no prevé la armonización plena de las sanciones administrativas y penales”¹⁶⁸, corresponderá a cada Estado miembro determinar las sanciones que serán aplicables a la manipulación de precios, siendo en primer lugar administrativas y, de considerarlo necesario, penales. Para ello, será necesario que dichas sanciones y medidas sean lo suficientemente disuasorias, sin ser desproporcionadas.

Hoy, sin embargo, el panorama ha cambiado, pues la Comisión Europea ha dictado una propuesta sobre las sanciones penales aplicables a las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado¹⁶⁹, pese a que ella aún no es promulgada, resulta relevante su consideración para nuestro análisis. A grandes rasgos, pareciera no entregar nada nuevo desde el

¹⁶⁶ TOVAR, Nuria, *Op. Cit.* (nº11) p. 48

¹⁶⁷ DIRECCIÓN GENERAL DE MERCADO INTERIOR Y SERVICIOS. “Hoja de ruta de la Unión Europea para la reforma financiera”. <En Línea>. Disponible en World Wide Web: <http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/roadmap/finanial_reform_es.pdf> [Última visita: 14 Mayo 2011]

¹⁶⁸ TOVAR, Nuria, *Op. Cit.* (nº11) p.21

¹⁶⁹ Propuesta de la Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo: sobre las sanciones penales aplicables a las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado. 2011/0297 (COD), {SEC(2011) 1217}{SEC(2011) 1218} Disponible en World Wide Web: <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0654:FIN:ES:PDF>> [Última visita: 27 de Enero de 2012]

punto de vista administrativo. Sin embargo, es muy relevante para nuestro estudio, pues lo que hace es determinar los casos en que sería aplicable una sanción penal, es decir, reconoce la peligrosidad de la conducta y la hace merecedora de una pena.

A. España.-

La ley de mercado de valores española diferencia infracciones leves, graves y muy graves a la normativa¹⁷⁰, estando dentro de estas dos últimas la manipulación de precios; a partir de lo anterior la Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Ministerio de Economía y Hacienda respectivamente, aplicarán distintas sanciones, que son básicamente administrativas.

Si bien la ley de mercado de valores no consagra la existencia de sanciones civiles, establece que en caso de daño, se puede solicitar la indemnización de perjuicios. Ahora, en relación a las sanciones administrativas, hace clara mención de que ellas serán aplicables en el caso en que no exista engaño en la manipulación –pese a no estar del todo claro, podría tratarse de aquellos casos de manipulación en la negociación-.

De esta forma, la ley de mercado de valores enumera las sanciones correspondientes a las infracciones graves y muy graves, las cuales pueden ser multas monetarias, suspensión o limitación de actividades, revocación de entidades, amonestación pública, limitación de los volúmenes, entre otras¹⁷¹.

Ahora bien, la sanción que más se utiliza es la de las multas, las cuales se miden en virtud del beneficio obtenido, de tal forma que ella no puede ser inferior al tanto, ni superior al quintuplo de éste. En caso que no se pueda utilizar este criterio –como en aquéllos en que el beneficio no es calculable- la multa consistirá en el 5% de los recursos propios de la entidad –en caso de ser persona jurídica- o hasta seiscientos mil euros en caso de persona natural. Esto podría considerarse como una especie de expropiación, por no tener vinculación con el beneficio efectivamente recibido; sin embargo, ello no es objeto de nuestro análisis.

¹⁷⁰ Tovar señala que es una infracción muy grave cuando la manipulación de cotizaciones produce una alteración significativa en la cotización.

¹⁷¹ Ley Mercado de Valores España, arts. 102 y 103.

Asimismo, en los casos en que no exista engaño en la manipulación, sólo se aplicarán sanciones administrativas, con lo cual surge la pregunta de si dicha medida es lo suficientemente disuasiva para la conducta, sobre todo cuando hablamos de transacciones de grandes cantidades de dinero.

B. Reino Unido.-

El Reino Unido, al ser el más alejado de la regulación dada por la Unión Europea, distingue entre tres conductas: la información privilegiada, las impresiones falsas o engañosas y la distorsión de mercado. Nosotros, de forma interpretativa podríamos entender que la segunda conducta podría ser una manipulación de precios basada en la información: “Compra primero, dando señales engañosas (información falsa o engañosa) y vende una vez que el precio ha subido como consecuencia de la entrada de los inversores engañados”¹⁷² [paréntesis del autor], mientras que la distorsión de mercado es el efecto que se busca con la manipulación, sin embargo, podría también sostenerse que dentro de ella se encuentran la manipulación basada en acción y en negociación.

“El régimen sancionador del abuso de mercado en el Reino Unido contempla la vía judicial y la administrativa”¹⁷³, principalmente multas y censura pública, mas en la norma no se señalan sanciones civiles, pese a que los tribunales podrán conocer de ello una vez que las sanciones administrativas sean controvertidas por la parte afectada.

En el ámbito administrativo, la FSMA en su artículo 123 señala que la autoridad que descubre a una persona vinculada al abuso de mercado, podrá imponer una multa por el monto que considere apropiado, no estableciendo límite alguno. Por ello la doctrina ha señalado que las sanciones dentro del Reino Unido serían multas ilimitadas y censura pública¹⁷⁴.

¹⁷² *Ibíd.*, p.40.

¹⁷³ *Ibíd.*, p.43

¹⁷⁴ *Ibíd.*, p.29

C. Breve reseña a otras legislaciones.-

En Alemania, la manipulación de precios se basa más bien en la información y difusión de rumores. Para los casos de menor gravedad existen multas administrativas que van desde 50 mil a 1.500 miles de euros en función de la gravedad de la infracción¹⁷⁵.

En Francia la manipulación del mercado tiene aparejadas sanciones tanto administrativas como penales, las primeras tienen un tope máximo de 1.525.000 euros o diez veces el beneficio obtenido¹⁷⁶.

6.3. Derecho Penal Económico.-

El Derecho Penal Económico se entiende como una expansión del derecho penal, que se escapa del ámbito del derecho penal común. Aquí lo que se protege es un bien jurídico distinto, es más, hay quienes consideran que no existe un bien jurídico lesionado común, sino un “interés criminológico plausible para agrupar cierto tipo de hechos punibles para su tratamiento dogmático”¹⁷⁷. El delito económico se caracteriza por dirigirse, no sólo contra intereses individuales, sino que más bien, se “lesionan bienes jurídicos colectivos o supra-individuales de la economía”¹⁷⁸, además del hecho de que pareciera tratarse de un delito de sujeto especial –i.e. criminalidad de elites, crímenes de cuello blanco-, pues, por lo general, quienes incurren en las conductas sancionadas son personas que “poseen posiciones que posibilitan la delincuencia en relación a las unidades económicas”¹⁷⁹, aunque no necesariamente deben encontrarse dentro de ellas –v.g. manipulador puede estar fuera pero reconocerse como alguien cercano a la información-, lo que debe existir, en definitiva, es un abuso de poder.

¹⁷⁵ TOVAR, Nuria, *Op. Cit.* (n°11) p.36

¹⁷⁶ *Ibíd.*, p. 39

¹⁷⁷ PÉREZ DEL VALLE, Carlos. “Introducción al Derecho Penal Económico” En: BACIGALUPO, Enrique. “Derecho Penal Económico” -1era Edición- Buenos Aires, Argentina, Editorial Hammurabi, 2005. pp. 29-52. p.34

¹⁷⁸ TIEDEMANN, Klaus. “Lecciones de Derecho Penal Económico” -1era Edición- España, PPU, 1993. p.32

¹⁷⁹ BOTTKKE, Wilfried. “Sobre la legitimidad del Derecho Penal Económico en sentido estricto y de sus descripciones típicas específicas” En: Jornadas en honor del Profesor Klaus Tiedemann: (14 – 17 Octubre 1992, Universidad Autónoma de Madrid, España) “Hacia un Derecho Penal Económico Europeo”, España, Estudios Jurídicos, 1995: pp. 637-654. p. 637

El problema de estos ilícitos está dado por la poca trascendencia social que ellos tienen, pues su apariencia de licitud y el hecho de que quienes incurren en ellos no sean el prototipo de “delincuentes”¹⁸⁰, provoca que la sociedad no los considere como peligrosos. En cuanto al primer punto, para el común de las personas “resulta difícil determinar en muchos casos si una operación mercantil específica es un acto normal propio de un empresario audaz, o una estafa”¹⁸¹, no sólo por la tecnicidad que pueda tener la materia, sino también por el estrecho límite que existe entre una conducta prohibida y una permitida en el ámbito económico. Sumado a esto, está el problema de la poca aplicación práctica de sanciones en virtud de estos ilícitos, ello justificado tanto en los errores de tipificación, como la dificultad de prueba.

En adición a lo anterior, cabe mencionar ciertas características que distinguen al delito económico del delito común y que hace tan especial su estudio. La primera de ellas, respecto de la cual ya hacíamos mención, se refiere a los problemas de prueba, en virtud de la difícil identificación del sujeto activo, pues es un delito que puede realizarse a través de distintos actos por “diferentes personas o por diferentes partes del grupo”¹⁸². Así mismo, en virtud de esta dificultad, se tiende a eliminar el elemento subjetivo en estos delitos –pese a que en el de manipulación por lo general se exige una intención, lo cual queda de manifiesto con el uso de conjugaciones como: “con el objetivo de” y “para”-. La segunda, es que se trata de un delito de peligro, pues no requiere que efectivamente se produzca un resultado dañino en la economía, por lo mismo se sostiene que es de peligro abstracto, lo cual implicaría una presunción de derecho de dañosidad que no admite prueba en contrario¹⁸³ -esto podría debatirse en relación a cuál se considera que es el bien jurídico que protegen estos ilícitos, pues si es la confianza en la economía, claramente podría considerarse un delito de peligro concreto-. Otra característica, es que suelen configurarse como leyes penales en blanco, pues realizan un reenvío a normas de carácter inferior, esto no será inconstitucional en la medida que en la norma superior se encuentre la descripción típica y la sanción correspondiente. Por último, cabe señalar, que la intervención penal sólo está justificada en los casos “en los cuales realmente hay una

¹⁸⁰ Entendiendo por tal, aquél que establecen los medios de comunicación; no en virtud del disvalor de la conducta.

¹⁸¹ BAJO FERNANDEZ, Miguel y BACIGALUPO, Silvina. “Derecho Penal Económico”, Madrid, Editorial Centro de Estudios Ramón Areces, 2001. p. 50

¹⁸² BUSTOS, Juan. “Bien jurídico en los Delitos Económicos” Santiago, Chile, 1994. p. 7

¹⁸³ *Ibid.* p. 8

determinada posición de poder dentro del sistema económico y que, por lo tanto, su abuso implica una grave interferencia en el funcionamiento del sistema económico”¹⁸⁴.

En este punto, se hace imprescindible preguntarnos cuál es el bien jurídico que protege el derecho penal económico y que justifica la aplicación de una pena en lugar de una sanción meramente administrativa. El problema es que mucho se ha discutido respecto de este tema, sin llegar a una posición unánime. Durante bastante tiempo, se sostuvo que el bien jurídico protegido era el orden público económico, lo cual no sólo no limita el *ius puniendi*¹⁸⁵ –que es la función que debe cumplir el bien jurídico- al no ser preciso y dejar demasiados espacios a la interpretación, sino también, asimila el delito económico con el ilícito administrativo, pues pareciera ser que se sanciona por el mero incumplimiento de las normas económicas.

Hoy en día, sin embargo, se ha acogido la teoría de que existen bienes jurídicos individuales –que son los que protege el derecho penal común- y bienes supraindividuales o colectivos, que serían los que protege el derecho penal económico, estando estos últimos al servicio de los primeros¹⁸⁶. Ahora bien, los bienes jurídicos colectivos, son tan importantes como los individuales, porque pertenecen a todas las personas del sistema y dependen entre sí, a modo de ejemplo se sostiene que: “nada se saca con proteger la salud individual si al mismo tiempo no se protege la salud pública”¹⁸⁷. El punto es que no existe un solo bien jurídico que protejan los delitos económicos, pues ello consistiría en una construcción artificiosa, sino que son al menos tres: la libre competencia, la limpia competencia y la transparencia del mercado¹⁸⁸ -todas las cuales parecieran resultar afectadas por la conducta manipuladora-. Por ende, sería posible sostener –para quienes consideran que la Constitución de la República consagra determinado sistema económico- que lo que se protege es el correcto funcionamiento del aparato económico o “un mínimo ético en el desempeño de la actividad económica y comercial”¹⁸⁹ como presupuesto

¹⁸⁴ *Íbid.* p. 11

¹⁸⁵ SOTO, Miguel. “El bien jurídico protegido en los llamados delitos económicos... ¿Una falsificación conceptual?”. *Revista de derecho económico*. (70-71): pp. 73-89. Santiago, Chile, 1988. p.74

¹⁸⁶ BUSTOS, Juan. *Op. Cit.* (n°182) p. 12

¹⁸⁷ *Íbid.* p.13

¹⁸⁸ *Íbid.* p. 14

¹⁸⁹ HERNANDEZ, Hector. “Perspectivas del Derecho Penal Económico en Chile”. *Persona y Sociedad* Vol. XIX (1): pp. 101-134. Universidad Alberto Hurtado, Chile, 2005. pp. 103

de desarrollo y crecimiento económico –aún cuando en nuestro ordenamiento se protege sobre todo la confianza del público en dicho mínimo-.

También se podría considerar que estas conductas protegen la fe pública, orden público o la propiedad, en cuyo caso, resulta cuestionable la necesidad de un derecho penal distinto del común, el cual regula y sanciona dichas conductas¹⁹⁰. La relevancia de considerar que estos tipos de delito pertenecen al derecho penal común o económico, es el tipo de garantías y principios que le serán aplicables. Para Silva Sánchez se trataría de un derecho de segunda velocidad, para el cual existirían “garantías más flexibles, pero a las cuales, al mismo tiempo, en compensación, no serían aplicables las penas privativas de libertad”¹⁹¹, lo que, como ya hemos sostenido, crearía una especie de discriminación, pues en el caso en que produzca perjuicios patrimoniales –manipulación genere pérdidas monetarias en accionista- es imposible distinguir quién merece y quién no merece pena, la única manera de diferenciar sería a través del sujeto que incurre en la conducta, volviendo al conocido y repudiado “derecho penal de autor”. De esta forma, lo más acertado sería aceptar la idea de que el derecho penal se expande para proteger bienes que antes no requerían de protección, pero que se le siguen aplicando los mismos principios. En este sentido, para aplicar la pena se debe medir en virtud del merecimiento a través de la gravedad de la conducta¹⁹² y luego verificar “que no existan otros mecanismos idóneos y menos gravosos que la reacción penal para el control social de la misma”¹⁹³ en relación con el mecanismo que se considera más adecuado en caso de delitos contra la propiedad –Hernández realiza la comparación con el delito de hurto-.

Ahora bien, estos delitos se distinguen de los comunes contra la propiedad, por tratarse de delitos de peligro abstracto, pues no lesionan directamente un derecho individual del sujeto, sino las “condiciones, jurídicamente garantizadas, de libre desarrollo del individuo en una

¹⁹⁰ SOTO, Miguel. *Op. Cit.* (n°185) p.76

¹⁹¹ HERNANDEZ, Héctor. “Perspectivas del derecho ...”. *Op. Cit.* (n°189) p. 107

¹⁹² “medida, naturalmente, no –o no sólo- en términos de perjuicio económico para personas determinadas, sino que en términos de alteración del buen funcionamiento de un sistema económico enderezado por las regulaciones económicas hacia el bienestar común” En: HERNANDEZ, Héctor. *Op. Cit.* (n°189) p. 111

¹⁹³ *Ibid.* p. 109

sociedad concretamente configurada”¹⁹⁴, las cuales son imprescindibles para un disfrute despreocupado de los bienes individuales¹⁹⁵. Por ende, afectarían los bienes jurídicos individuales de manera indirecta, produciendo sólo un peligro no cuantificable en el disfrute de los mismos –en cuyo caso, sólo resulta viable aplicar sanciones penales¹⁹⁶-, pero sí causaría un daño en el sistema, que sería concreto y en muchos casos irreversible.

Pese a todas las particularidades de este tipo de delitos, pareciera haberse cumplido la profecía de Hernández de que se trataría de un derecho meramente simbólico, en cuanto se trata de “una legislación destinada de antemano a no recibir aplicación y a servir de mero testimonio de la ‘preocupación’ del legislador”¹⁹⁷ pues deriva la responsabilidad hacia el juez, quien en muchos casos se ve imposibilitado de aplicar la sanción penal por la difícil e inclusive muchas veces contradictoria tipificación –aspecto que se da sobre todo en nuestro país, como analizaremos en el último capítulo-.

De esta forma, y a modo de conclusión, cabe observar que los delitos económicos tienden a proteger bienes universales para el adecuado desarrollo de las personas y sus derechos individuales. Protege el correcto progreso de la economía a través de la tipificación de ilícitos que resguarden la libre y limpia competencia y la transparencia del mercado y, en el caso del mercado de valores, su correcto funcionamiento y la confianza de quienes en el interactúan, pues ello asegura la eficiencia del sistema. Además, indirectamente se protege el patrimonio y la fe pública en este tipo de instituciones, pues en caso que ellas peligren –aunque sea de manera no cuantificable- se aplicará preferentemente la sanción penal. En el caso particular de la manipulación de precios, se puede afirmar que el bien jurídico protegido en específico –adicionado a los ya mencionados- es “el mantenimiento de una determinada política de precios, necesaria para el desenvolvimiento del sistema económico”¹⁹⁸, esta política es la libre oferta y

¹⁹⁴ KINDHAUSER, Urs. “Acerca de la legitimidad de los delitos de peligro abstracto en el ámbito del derecho penal económico” En: Jornadas en honor del Profesor Klaus Tiedemann: (14 – 17 Octubre 1992, Universidad Autónoma de Madrid, España) “Hacia un Derecho Penal Económico Europeo”, España, Estudios Jurídicos, 1995: pp. 441-452. p. 445

¹⁹⁵ *Ibid.* p. 449

¹⁹⁶ PÉREZ DEL VALLE, Carlos. *Op. Cit.* (n°177) p. 44

¹⁹⁷ HERNANDEZ, Héctor. “Perspectivas del derecho ...”. *Op. Cit.* (n°189) p. 114

¹⁹⁸ MORENO, Emilio. “Delitos relativos al mercado y a los consumidores” En: BACIGALUPO, Enrique. “Derecho Penal Económico” -1era Edición- Buenos Aires, Argentina, Editorial Hammurabi, 2005. pp. 379-409 p.407

demanda entre sujetos anónimos que posean información simétrica, y la confianza de los sujetos en que de esta forma se determinarán los precios.

6.4. Sanciones Penales.-

La regla general es que los delitos económicos sean sancionados con penas mixtas, administrativas y privativas de libertad. Ello parece fundarse en el hecho de que con anterioridad no se reconocía la responsabilidad penal de las personas jurídicas, por lo cual se sancionaba administrativamente a éstas, y penalmente a la persona natural que resultare responsable. Hoy en día, sin embargo, la tesis de la responsabilidad de empresas parece haber tomado fuerza y por ende se ha vuelto aplicable; pese a ello, sigue existiendo esta dualidad de sanciones.

En el caso de la manipulación de precios, siendo un delito de mera actividad, no requiere de resultado lesivo concreto. En él suele convivir una pena privativa de libertad de tiempo variable pero menor –que por lo general no supera el periodo 5-6 años¹⁹⁹-, con una multa²⁰⁰. A continuación estudiaremos las sanciones penales tipificadas por las legislaciones en comento.

6.4.1. Estados Unidos.-

En relación a la existencia de sanciones penales, en el SEA se señala que se puede entablar acción penal ante las cortes correspondientes, sin embargo, no señala que tipo de sanción será procedente. Se establece que más que la existencia de una sanción, el derecho penal se utiliza como *última ratio* para hacer cumplir las sanciones civiles y administrativas; así “la violación de la orden (de suspensión o inhabilitación administrativa) puede dar lugar a la imposición de multas adicionales y penas de prisión”²⁰¹. En otras palabras, no hay una sanción penal directa tipificada por la manipulación de precios, sino que el derecho penal se aplicará cuando exista obstrucción o negativa ante las investigaciones que desarrolle la Comisión, en el ámbito de la manipulación.

¹⁹⁹ TOVAR, Nuria, *Op. Cit.* (n°11) p. 26

²⁰⁰ MORENO, Emilio. *Op. Cit.* (n°198) p. 409

²⁰¹ TOVAR, Nuria, *Op. Cit.* (n°11) p. 48

Sin embargo, podríamos entender que las sanciones que tipifica la sección 33 del SEA, serían aplicables a la manipulación de precios, pues, en ella se señala que se aplican a todas las conductas descritas en el mismo título. Éstas consisten en multas de hasta 5.000.000 dólares y encarcelamiento de hasta 20 años, inclusive de forma conjunta si se trata de una persona natural²⁰², sin embargo, para ello es necesario que exista intencionalidad o dolo de parte de quien incurre en la conducta. Ahora bien, sólo se señalan los máximos, por lo que en el caso específico de la manipulación, perfectamente podría no ser aplicable una sanción penal, tal como lo considera Tovar, y como veremos, ha sido entendido por la jurisprudencia norteamericana.

6.4.2. Unión Europea.-

En la “nueva propuesta de Directiva relativa a las sanciones aplicables por abuso de mercado”²⁰³, se señala en el artículo 4²⁰⁴ de ella, que en caso de que exista intencionalidad en la manipulación de precios, ésta deberá ser sancionada por vía penal. Sin embargo, en su artículo 6²⁰⁵, establece que corresponderá a los estados garantizar que dichas infracciones puedan sancionarse con medidas penales efectivas, proporcionadas y disuasorias, con lo cual vuelve a otorgar la competencia en la determinación de sanciones a los distintos estados. Al mismo

²⁰² *Security Exchange Act* 1934, pp. 356-357

²⁰³ Propuesta de la Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo. *Op. Cit.* (n.º 169).

²⁰⁴ Artículo 4 Propuesta de Directiva sobre las sanciones aplicables por abuso de mercado: Manipulación del mercado: Los Estados miembros tomarán las medidas necesarias para asegurarse de que las siguientes conductas constituyan una infracción penal cuando se cometan intencionadamente:

(a) Transmitir señales falsas o engañosas en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de un instrumento financiero o de un contrato al contado de materias primas relacionado con él.

(b) Fijar el precio de uno o varios instrumentos financieros o de un contrato al contado de materias primas relacionado con ellos en un nivel anormal o artificial.

(c) Efectuar una transacción, dar una orden de negociación o realizar cualquier otra actividad en los mercados financieros que afecte al precio de uno o varios instrumentos financieros o de un contrato al contado de materias primas relacionado con ellos, que emplee dispositivos ficticios o cualquier otra forma de engaño o artificio.

(d) Difundir información que transmita señales falsas o engañosas acerca de instrumentos financieros o de contratos al contado de materias primas relacionados con ellos, cuando la persona que difunde esa información obtenga con ello una ventaja o un beneficio, para sí misma o para otras personas.

²⁰⁵ Artículo 6 Propuesta de Directiva sobre las sanciones aplicables por abuso de Mercado: Sanciones penales: Los Estados miembros adoptarán las medidas necesarias para garantizar que las infracciones penales mencionadas en los artículos 3 a 5 puedan castigarse con sanciones penales efectivas, proporcionadas y disuasorias.

tiempo que no prohíbe utilizar sanciones penales en virtud de otros criterios, cuando no haya intencionalidad, como la gravedad o cuantía.

De esta forma y como la facultad de aplicar este tipo de medidas queda entregada a cada estado miembro, debemos revisar si son coherentes con lo establecido en dicha propuesta y consideran delito la conducta dada su relevancia o si, por el contrario, consideran que basta con una sanción administrativa.

A. España.-

En el ámbito penal, el artículo 284 del Código Penal Español establece que “se impondrá la pena de prisión de seis meses a dos años o multa de 12 a 24 meses, a los que, difundiendo noticias falsas, empleando violencia, amenaza o engaño, o utilizando información privilegiada, intentaren alterar los precios que habrían de resultar de la libre concurrencia de productos, mercancías, títulos valores, servicios o cualesquiera otras cosas muebles o inmuebles que sean objeto de contratación, sin perjuicio de la pena que pudiera corresponderles por otros delitos cometidos”. Por ende, en la manipulación de precios en una transacción de valores, además de la sanción penal producto de este artículo, se podría imponer una accesoria en virtud de incurrir en otro delito, como es la defraudación, u otros.

Cabe hacer mención que en España la conducta tiene requisitos adicionales de comisión. Pues considera que para quedar abarcado por el tipo, debe alterarse la libre concurrencia de precios a través de: difusión de noticias falsas (manipulación basada en información); violencia; amenaza o engaño (manipulación basada en acción o inclusive negociación en caso de engaño dentro del mercado de valores); o utilizando información privilegiada, de tal manera que la misma conducta obtenida por distintos medios de comisión, no constituirá manipulación de precios sancionada penalmente. Además de esto, se requiere de una intencionalidad adicional a la conducta; el sujeto debe buscar el resultado de alterar los precios del mercado.

Por otro lado, el artículo 285 del mismo texto legal, en el caso de manipulación basada en información, establece que se va a sancionar a “cualquier persona que directa o

indirectamente utilice o suministre alguna información relevante para la cotización de valores o instrumentos financieros (...) cuando el beneficio obtenido supere los 600 miles de euros. Las penas pueden ser de prisión de uno a cuatro años y las multas hasta el triple del beneficio obtenido”²⁰⁶ e inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión de dos a cinco años. Este caso, pese a que se asimila al uso de información privilegiada, en caso que suministre información directamente con objeto de manipular el precio, podría ser un supuesto de manipulación, e inclusive, podría considerarse que se ha incurrido en ambas conductas, y por ende, acumular las sanciones como señala el artículo 284 –aunque ello podría debatirse en virtud del principio *non bis in ídem*–.

De esta forma, queda claro que la legislación española ha considerado que una sanción administrativa para este tipo de conductas no es lo suficientemente disuasivo, por ello ha establecido que en ciertos casos, como son aquellos de manipulación de precios de medios de comisión determinados, corresponderá aplicar una sanción penal de multa o prisión de hasta dos años.

B. Reino Unido.-

El régimen penal de Reino Unido, está regulado en el *Criminal Justice Act 1993*²⁰⁷, en el cual se hace mención a los delitos de abuso de mercado en forma generalizada, distinguiendo en la sección 52, entre quienes transan con información privilegiada y quienes lo hacen alentando a otras personas a transar con precios que no se condicen con la información que se tiene. Así, en su artículo 61 señala que una persona culpable de abuso de información privilegiada será sancionada desde una multa o condena de 6 meses hasta encarcelamiento no superior a 7 años. Ahora bien, pese a mencionar únicamente la información privilegiada, podríamos expandir dicha conducta a todo abuso de mercado; sin embargo, al ser el derecho penal un derecho excepcional, no puede aplicarse la analogía, lo cual podría llevarnos a concluir que la manipulación de precios en el Reino Unido no tiene una sanción penal aparejada²⁰⁸.

²⁰⁶ TOVAR, Nuria, *Op. Cit.* (n°11) p.18

²⁰⁷ Disponible en: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1993/36/contents> [Última visita: 14 Mayo 2011]

²⁰⁸ Pese a que los órganos internos han considerado dos tipos de sanciones (administrativas y penales).

Ahora bien, la FSMA, como ya adelantábamos, establece en la sección 123 que cuando la autoridad estime que una persona ha incurrido en estabilización de valores, puede aplicarle una pena del monto que considere apropiado²⁰⁹. Pese a que ello no resulta determinante, alguna jurisprudencia ha entendido que sí procederían sanciones penales en virtud de este artículo y la convención de derechos humanos, tal como analizaremos en el capítulo siguiente.

Sin embargo, en el caso específico de inducción a transar, existe una sanción penal aparejada en la sección 397²¹⁰ dentro de este mismo texto legal. Así, ella establece que quien intente o

²⁰⁹ *Financial Services and Market Act 2000* p. 62

²¹⁰ 397 FSMA: (1) “Este apartado se aplica a una persona que:

- (A) hace una declaración, promesa o pronóstico que él sabe que están basadas en un material falso o engañoso;
- (B) deshonestamente oculta algún hecho material, ya sea en relación con una declaración, promesa o previsiones hechas por él o por otros;
- (C) imprudentemente hace (deshonesta o no) una declaración, promesa o previsión que es engañosa, falsa o engañosa en un material particular.

(2) Una persona a la que se aplica el inciso (1), es culpable de un delito si hace la declaración, promesa o pronóstico o que oculte los hechos con el propósito de inducir, o es imprudente en cuanto a si puede inducir a otra persona (ya sea o no la persona a quien la declaración, promesa o pronóstico se hace):

- (A) A entrar u ofertar, o que se abstengan de ingresar u ofertar, o
- (B) para el ejercicio, o abstenerse de ejercer cualquier derecho conferido por la inversión correspondiente.

(3) Cualquier persona que cometa un acto o participa en cualquier tipo de conducta que crea una impresión falsa o engañosa en el mercado o en el precio o el valor de las inversiones relevantes es culpable de un delito si lo hace con el propósito de la creación de esa impresión y de lo que induce a otra persona para adquirir, enajenar, suscribir o garantizar esas inversiones o que se abstenga de hacerlo o hacer ejercicio, o abstenerse de ejercer cualquier derecho conferido por dichas inversiones.

(4) En el procedimiento por un delito en virtud del inciso (2) contra una persona a quien el inciso (1) se aplica como resultado del párrafo (a), puede demostrar, a modo de defensa, que la declaración, promesa o pronóstico fue hecho en conformidad con las normas de estabilización de precios o control de las normas de información.

(5) En el marco de un litigio en contra de cualquier persona por un delito en virtud del inciso (3) puede presentar a modo de defensa:

- (A) que razonablemente cree que su acción o conducta no creó la impresión de que era falsa o engañosa en cuanto a los asuntos mencionados en dicho párrafo;
- (B) que actuó o participó en la conducta-
 - (I) con el propósito de estabilizar el precio de las inversiones y
 - (II) de conformidad con las reglas de estabilización de precios, o
- (C) que actuó o participó en la conducta de conformidad con las reglas de control de la información.

(6) Los incisos (1) y (2) no se aplican a menos que:

- (A) la declaración, promesa o pronóstico se hace en o de, o los hechos que se ocultan en o desde, el Reino Unido o arreglos se realizan en o desde el Reino Unido por la declaración, promesa o previsiones que se hicieron o los hechos que se oculta;
- (B) la persona a quien se destina el incentivo o puede tener un efecto en el Reino Unido;

pueda inducir a otra persona a transar valores, basado en engaño, material falso o deshonesto, y quien efectivamente cree una impresión falsa con el propósito de crearla, será sancionado con una pena que puede ir –si es procedimiento sumario- desde prisión con un máximo de 6 meses y multa por el máximo legal, hasta –si es condena en la acusación- prisión de no más de 7 años.

C. Otras Legislaciones.-

En Alemania se establece que en los casos más graves, es decir, cuando ellos generan beneficios o ganancias para quien los emplea, se abrirá un proceso penal de ser necesario, pudiendo entablar multas monetarias o encarcelamiento hasta cinco años.

En el caso de Francia, las sanciones penales, pueden llegar a penas de prisión, las cuales no pueden extenderse por más de dos años²¹¹.

Por último, en Italia, la manipulación de precios está prevista y sancionada en el Código Civil, en el cual se establece como “infracción punible penalmente, difundir noticias falsas o realizar operaciones simuladas u otros artificios con el objetivo de provocar una alteración significativa del precio de los instrumentos financieros, cotizados o no cotizados, o que incidan de forma importante sobre la confianza que el público tiene sobre la estabilidad patrimonial de la entidad o grupo”²¹². Nuevamente nos encontramos con un elemento subjetivo a la hora de tipificar la conducta punible, lo cual dificulta la labor de los tribunales. Se establecen como penas para dicha conducta, la prisión de uno a cinco años²¹³.

(C) el acuerdo es o podría ser celebrados o los derechos son o podrían ser ejercido en el Reino Unido.

(7) La subsección (3) no se aplica a menos que:

(A) el acto se realiza, o la línea de conducta que se dedica, en el Reino Unido;

(B) la impresión falsa o engañosa se crea allí.

(8) Una persona culpable de una ofensa bajo esta sección es responsable-

(A) por condena sumaria, a una pena de prisión no superior a seis meses o una multa que no exceda el máximo legal, o ambos;

(B) en caso de condena en la acusación, a una pena de prisión no superior a siete años o una multa, o ambas cosas”.

²¹¹ TOVAR, Nuria. *Op. Cit.* (nº11) p. 39

²¹² *Ibíd.*, p. 44

²¹³ *Ibíd.*, p.45

6.5. Non Bis in Ídem.-

Tal como ya hemos presentado, la regla general de la regulación de la manipulación de precios considera la coexistencia de sanciones administrativas y penales. Cuando ellas están distinguidas en virtud de un criterio de gravedad o para distintas etapas del ilícito – administrativas contra la prevención y penales contra la comisión- no existen problemas, sin embargo, cuando se establece que deben aplicarse ambas en virtud del mismo ilícito, podría considerarse contrario al principio non bis in ídem.

Lo primero que debemos hacer es distinguir entre sanciones penales y administrativas. Dentro de las administrativas, sólo nos referiremos a las generales, pues respecto de las disciplinarias existe una excepción al principio non bis in ídem, por el carácter de sujeción especial del sujeto respecto a la administración. Ahora, suele sostenerse que las sanciones administrativas se aplicarán a las infracciones más leves al ordenamiento, sin embargo, muchas veces estas sanciones son más graves que las penales²¹⁴; por lo que podríamos sostener que no es una mera diferencia de grado o cuantitativa. Se trataría entonces, de la naturaleza del ilícito, lo cual resulta muy difícil de determinar por el legislador, razón por la que podríamos concluir que la procedencia de una u otra sanción termina siendo una decisión político-criminal. Cabe mencionar en este punto, sin embargo, que al ser el derecho penal de *última ratio* o subsidiario, “las penas que prescribe la ley penal sólo deberían aplicarse siempre y cuando otra rama del orden legal no contemple otra clase de sanción para el mismo comportamiento”²¹⁵, aspecto que como hemos notado, no se da en la práctica. Lo anterior podría traducirse en la inaplicabilidad de las normas penales ante la coexistencia de sanciones administrativas, de tal forma que todas ellas estarían tácitamente derogadas, lo cual no parece ser la intención del legislador.

Cabe ahondar, en este punto, sobre el significado del principio non bis in ídem, y por qué éste podría verse afectado por la concurrencia de sanciones administrativas y penales para la misma infracción. Éste, proveniente del principio de proporcionalidad y cosa juzgada, se puede

²¹⁴ ZUÑIGA, Laura. *Op. Cit.* (n° 144) p. 1425

²¹⁵ CORTAZA, Carlos. “Separación entre derecho penal y derecho administrativo sancionador” <En Línea> Disponible en World Wide Web: <http://www.revistajuridicaonline.com/index.php?option=com_content&task=view&id=100&Itemid=34> [Última visita: 28 Noviembre 2011] p. 241

definir como la prohibición de “la aplicación de dos o más sanciones o el desarrollo de dos o más procedimientos, sea en uno o más ordenes sancionadores, cuando se de una identidad de sujetos, hechos y fundamentos (...)”²¹⁶, justificado básicamente en la idea de justicia, pues la sanción debe decir relación con la conducta del sujeto²¹⁷.

De esta forma, debemos determinar si existe o no identidad en el sujeto y los hechos, lo cual no parece generar mucha discusión, pues en los casos en que una u otra sanción se relaciona a una etapa específica del ilícito, se adicionan hechos en uno de ellos, con lo que queda claro que no hay identidad en los hechos, lo mismo sucede en el caso que se diferencia por la gravedad de la conducta. En cuanto a la identidad, se establece que ella concurre en los casos en que se tipifica la conducta de manera equivalente e inclusive –el caso de nuestro país- en la misma norma. El problema, sin embargo, se da respecto al fundamento de la sanción, pues hay quienes consideran que la sanción penal tiene un fundamento distinto de la administrativa, pues el primero buscaría proteger derechos individuales, mientras el segundo sólo la vigencia de la norma. Pese a ello, considerando –como ya señalábamos con anterioridad- que ambas sanciones son manifestaciones del *ius puniendi*, y “el atributo de sanción del Estado es único (...) éste tiene una sola ocasión para perseguir un delito”²¹⁸. De esta manera, ambas sanciones serían parte de una única unidad represiva, de tal forma, que su convivencia generaría una “verdadera inflación punitiva tanto en la esfera administrativa como (...) en la esfera penal”²¹⁹, contrario al principio de proporcionalidad, y por ende su coexistencia sería incompatible con el principio *non bis in ídem*. Al momento de determinar la identidad de fundamento se debe considerar cuál es el bien jurídico protegido, en caso que éste coincida, y también lo haga el sujeto por los mismos hechos, entonces no se podrá aplicar más de una sanción. Ahora bien, en el caso de que la misma norma establezca una sanción sin perjuicio de las otras sanciones a que hubiere lugar, parte de la doctrina ha considerado que no se violaría el principio en cuestión, pues el mismo legislador

²¹⁶ NIETO, Alejandro. *Op. Cit.* (n°146) p. 398

²¹⁷ *Ibid.* p. 401

²¹⁸ VELA, Anderson. “El Ne Bis in Ídem y el derecho sancionador peruano – su aplicación a partir de la ley de procedimiento administrativo general”. <En Línea> Disponible en World Wide web: <<http://www.teleley.com/articulos/art-anderson.pdf>> [Última visita: 28 Noviembre 2011] p. 6

²¹⁹ DE LA ROSA, José Miguel. “Relaciones entre derecho penal y derecho administrativo sancionador. En especial, el principio non bis in ídem”. <En Línea> Disponible en World Wide Web: <<http://jorgezelaya-juridico.blogspot.com/2011/04/relaciones-entre-derecho-penal-y.html>> [Última visita: 28 Noviembre 2011] p.6

contempla la coexistencia de las sanciones²²⁰, lo cual sólo puede ser interpretado en el sentido de que en virtud del principio de proporcionalidad la acumulación de ambas sanciones sea pertinente y no signifique un exceso punitivo. Si no fuera a esto a lo que se refiere, entonces los dichos no tendrían cabida, pues los principios deben ser respetados tanto por los tribunales como por el legislador.

En virtud de lo anterior, hay quienes han resuelto el problema de duplicidad de sanciones a través de la teoría de concursos, sin embargo, ello es posible en la medida que coexistan dos infracciones relativas a los mismos hechos. En estos casos puede haber concurso ideal, en el cual puede haber absorción por parte de la sanción más grave o exasperación, por la cual se aplica la sanción más grave y se eleva su contenido. También puede existir concurso medial, en los casos que un delito es un medio para cometer otro, en cuyo caso se considera como si fuera un solo delito, aplicando la sanción más grave. Por último existe el concurso real, en el cual por varios hechos se constituyen varios delitos, en cuyo caso se aplicarán todas las penas que correspondan²²¹. Sin embargo, en casos en que exista una sola infracción a la cual corresponden dos sanciones, no pareciera ser aplicable esta técnica, que por lo demás es criticable, pues para su utilización, se requiere que conozca un mismo órgano sancionador.

Ahora bien, en el caso concreto en que a una misma conducta se asocian sanciones administrativas y penales, se ha establecido la prevalencia del procedimiento penal, lo cual ha sido recogido en distintas leyes al establecer la “obligación de denunciar cualquier infracción descubierta en la sustanciación de un proceso administrativo”²²², en virtud de la titularidad de la acción penal que tiene el ministerio público²²³, todo lo cual también ha sido recogido por la jurisprudencia. Sin embargo, ello otorga grandes facultades al órgano administrativo, pues es éste quién en definitiva decidirá si los hechos revisten gravedad tal como para ser sancionados penalmente –en los casos en que el ministerio público no tome conocimiento de oficio-, lo cual nos lleva al cuestionamiento de si tal órgano realmente tiene la capacidad e independencia para tomar tales decisiones. Al mismo tiempo que nos hace cuestionarnos sobre la necesidad de la tipificación administrativa, pues si siempre va a prevalecer el procedimiento penal, entonces la

²²⁰ CORTAZA, Carlos. *Op. Cit* (n°215) p. 253

²²¹ NIETO, Alejandro. *Op. Cit.* (n°146) pp. 445-447

²²² CORTAZA, Carlos. *Op. Cit* (n°215) p. 254

²²³ DE LA ROSA, José Miguel. *Op. Cit* (n°219) p. 11

norma sancionatoria administrativa debiese derogarse. Debemos aclarar sin embargo, que en caso de resolución, debe primar el criterio cronológico, de tal manera que “la primera resolución cierra el paso a la segunda, cualquiera que sea su procedencia, hasta tal punto que una simple resolución administrativa impide por sí misma las actuaciones penales posteriores”²²⁴.

En virtud de lo mencionado en relación a la coexistencia de sanciones administrativas y penales para una misma infracción sin distinción de cuantías, hay quienes consideran que ellas no serían *per se* incompatibles. Es más ellas podrían aplicarse de manera conjunta, considerando la cuantía de la otra para no provocar un exceso punitivo. Así ha sido considerado por el Tribunal Constitucional Español, el cual ha entendido como compatible con los principios de proporcionalidad y *non bis in ídem*, la sanción impuesta en sede penal, con previa sanción administrativa por infracción de alcoholemia, por delito contra la seguridad del tráfico pero “con expresa exigencia de que el total del importe y duración de las penas aplicadas le fueran deducidas las cantidades y el tiempo de suspensión del permiso de conducir que habían sido impuestos con anterioridad por la administración”²²⁵. Así mismo lo ha entendido el Tribunal de Justicia Europea, que permite la doble sanción, siempre que “cuando se imponga la segunda sanción, se ‘tome en cuenta’ la anterior y ‘se compensen’ de alguna manera sus importes”²²⁶. Sin embargo, esta pareciera ser una doctrina nueva, que aún no ha tenido mucha acogida, pero que parece del todo lógica, considerando los fundamentos del principio *non bis in ídem*: evitar exceso punitivo e incerteza jurídica, y posibilidad única de ejercicio del poder sancionatorio del Estado.

En los casos analizados, suelen haber diferencias cuantitativas en el ilícito al momento de aplicar una sanción administrativa o penal, sea en virtud de la gravedad o de la intencionalidad del sujeto al incurrir en ella. Sin embargo, en Francia, Italia y en nuestra legislación –como analizaremos en el último capítulo- se trata de una misma conducta a la cual están aparejadas ambas sanciones. Pese a que en la práctica esto se ha traducido como inaplicabilidad del derecho penal económico, por prevalencia de las sanciones administrativas,

²²⁴ NIETO, Alejandro. *Op. Cit.* (n°146) p. 424

²²⁵ DE LA ROSA, José Miguel. *Op. Cit.* (n°219) p. 44

²²⁶ NIETO, Alejandro. *Op. Cit.* (n°146) p. 446

pareciera ser posible que ambas sanciones pueden coexistir siempre que guarden proporción con la conducta típica.

6.6. Opinión de la doctrina respecto del tipo de sanción más conveniente.-

Tras el análisis previamente desarrollado, podemos llegar a dos conclusiones: la primera, es que aún existe mucha heterogeneidad en la regulación y es difícil encontrar una línea común y, segundo, que existe demasiada discreción al momento de la determinación del tipo de sanciones procedentes y su correspondiente aplicación. Esta discrecionalidad puede ser muy peligrosa sobre todo cuando está en manos de entes administrativos y se manejan grandes cantidades de dinero²²⁷.

Para Siems, existen cuatro puntos que se debiesen mejorar en la regulación del abuso de mercado dentro de la Unión Europea, cuales son: Primero, la principal forma de sanción es a través de la vía administrativa, y ella queda a cargo de un organismo único nacional. Segundo, si bien se permiten las sanciones penales, sólo parecen ser mencionadas en un párrafo de la Directiva, dejando una alta discreción para los estados miembros, lo cual provoca asimetrías entre ellos –esto, de aprobarse la propuesta, podría cambiar-. Tercero, se recomiendan mecanismos para evitar este tipo de conductas, más ellos no resultan obligatorios, lo cual genera que no sean adoptados por todos los Estados. Finalmente, en cuarto lugar, no se consideran las demandas privadas, mayormente porque en el abuso de mercado no existe un damnificado claro, sin embargo, en muchos casos una sanción privada podría ser relevante²²⁸. En otras palabras, considera que los medios sancionatorios de la Unión Europea son insuficientes, es decir no son lo suficientemente disuasivos como para impedir que se perpetre la conducta. Pero no responde a la pregunta principal, ¿Es la sanción penal una salida viable y proporcional?

Si consideramos que este delito no es propiamente económico, sino como sostiene Novoa, “contra la confianza en el tráfico jurídico”²²⁹, en donde el bien jurídico protegido es la

²²⁷ Esto podría facilitar los casos de corrupción.

²²⁸ SIEMS, Mathias, *Op. Cit* (n°12) pp.25-26

²²⁹ NOVOA, Eduardo. “Reflexiones para la determinación y delimitación del delito económico”. Anuario de Derecho Penal y Ciencias Penales. T.35: pp. 43-76, 1982. p.69.

buena fe mercantil y la lealtad de los contratantes en los negocios²³⁰, el correcto funcionamiento del mercado de valores y la confianza en éste, debemos preguntarnos cuál es el medio más eficaz para proteger dichos bienes.

Ahora bien, no parece existir una solución uniforme en la doctrina, algunos abogan por endurecer las medidas, pero no hablan si administrativas o penales. Otros un poco más utópicos, señalan que lo primero es fortalecer al mercado para que no sea posible que estas conductas se lleven a cabo, confían en la prevención más que en la sanción *a posteriori*. Así si se pudiera lograr que los mercados establecieran límites de entrada y estuvieran fuertemente vinculados entre ellos, o en otras palabras, “sincronizados”²³¹, reduciríamos los riesgos de conductas manipulativas a las mínimas.

Sin embargo, pareciera ser que las legislaciones no confían tanto como la doctrina en las medidas preventivas, pues muchas de ellas han optado por fuertes sanciones pecuniarias e inclusive penales. Las opciones para su aplicación conjunta parecieran reducirse a dos: Se puede diferenciar la aplicación de una u otra en virtud de la gravedad de la conducta, la cuantía del beneficio o la intencionalidad. La otra opción es que ambas sanciones se sumen pero de manera determinada por el mismo legislador, para evitar un exceso punitivo –en el cual fácilmente podrían caer los tribunales de no estar claramente delimitadas las sanciones que se pueden aplicar de manera simultánea-.

Ahora bien, nos queda la pregunta de si es o no necesaria la sanción penal, sobre todo cuando estamos hablando de un mercado en el cual se manipulan grandes cantidades de dinero, y quienes incurren en estas conductas suelen ser sujetos que no tienen antecedentes. Si lo consideramos de manera aislada, no sólo pareciera una medida excesiva sino también infructífera, pues no recibiría aplicación práctica. Sin embargo, el legislador ha considerado sanciones privativas de libertad para delitos contra la propiedad, la fe pública y el orden público, por ende no se debiese hacer diferencia con este ilícito si consideramos que puede afectar los

²³⁰ AVILES, Victor. “Orden Público Económico y Derecho Penal” -1ra Edición-. Santiago, Chile, Editorial Conosur, 1998,p. 303.

²³¹ JARROW, Robert. “Derivative Security Markets, Market Manipulation, and Option Pricing Theory”. Journal of Financial and Quantitative Analysis. Vol.29 (2): pp. 131-151. Estados Unidos, 1994 p. 149.

mismos bienes, además de la relevancia de los bienes jurídicos específicos que la tipificación de la manipulación de precios protege.

Tras todo lo anterior, subsisten aún dos preguntas que trataremos de contestar en el desarrollo; ¿Resultan eficientes las sanciones administrativas, fundamentalmente multas, cuya persecución está entregada a un dependiente de la administración, ante quien está ganando con dichas conductas inclusive más del monto por el que se le sanciona? Y ¿Es más eficiente una pena criminal, que suelen ser bajas (máximo 5 o 6 años) para alguien sin antecedentes, lo cual seguramente derivará en una pena de libertad asistida?

CAPITULO III: MANIPULACIÓN DE MERCADO EN LA JURISPRUDENCIA COMPARADA

Como ya adelantábamos, la manipulación de precios basada en la negociación es muy difícil de sancionar, por ello, las veces en que es recogida por la jurisprudencia, suele ir en relación con los otros tipos de manipulación que constituyen fraude –falsos rumores o información-. Por esta razón, revisaremos los principales fallos de Norteamérica y la Unión Europea referidos a la manipulación de precios en el mercado de valores de manera generalizada, para tratar de establecer un patrón en las resoluciones de cada uno, determinar cuál es el tipo de sanción que utilizan, y los argumentos que esgrimen para justificarlo.

De esta manera, podremos determinar si entre la jurisprudencia comparada existe un patrón a seguir respecto a lo entendido por manipulación de precios y las sanciones aplicables y si éste es aplicable en nuestro propio país, lo cual será explorado en el capítulo siguiente.

1. Jurisprudencia EE.UU.-

El órgano encargado de conocer de las infracciones a la normativa del SEA es la SEC, un juez administrativo independiente de quienes llevan a cabo la investigación²³². Sin embargo, y como ya mencionábamos, en caso de controversia o de daños cuantificables, se puede acudir a la justicia ordinaria. Penalmente, y como veremos a continuación, existen sanciones, pero ellas no dicen relación con el delito de manipulación de precios propiamente tal.

En un primer apartado revisaremos los casos de los que ha tomado conocimiento la Corte Suprema y luego las causas en que la SEC ha aplicado sanciones administrativas directamente. En cada uno de ellos analizaremos cuatro o cinco casos, por constituir un número suficiente para hacerse una idea de como fallan los tribunales. De todas formas, ellos han sido

²³² TOVAR, Nuria, *Op. Cit.* (n°11) p.29

escogidos considerando la especialidad de su pronunciamiento y su heterogeneidad –dentro de lo posible- para representar las distintas corrientes.

1.1. Corte Suprema.-

La jurisprudencia de la Corte Suprema está marcada por una gran cantidad de casos de fraude en la transacción de valores, sin embargo, dentro de ellos, sólo algunos hacen referencia a la manipulación de precios. A continuación desarrollaremos los casos más emblemáticos que dicen relación con la temática del presente trabajo.

1.1.1. Caso Merrill Lynch²³³.-

Este caso, como primera aproximación jurisprudencial al tema, presenta una manipulación basada en información falsa, lo cual es relevante en dos sentidos. Primero, para establecer que dentro de los requisitos del tipo está el dolo o por lo menos el conocimiento de que la información que se comunica es falsa. El segundo, es que limita el tipo a través de una interpretación estricta de “compra o venta de valores”.

Así, en el año 2005, el previamente demandado Dabit –corredor de bolsa-, presenta una demanda colectiva por fraude en la colocación de valores²³⁴ contra su empleador –Merrill Lynch Inc²³⁵-, ya que éste último habría manipulado el precio de las acciones, afectándolo a él, a otros agentes del mercado y sus respectivos clientes, al sobrevalorar sus precios. Sin embargo, para ello invocó las leyes del distrito y no el SEA.

Merrill Lynch Inc. habría manipulado los precios de sus acciones a través de la entrega de información “demasiado optimista” a sus corredores, para que éstos, a su vez, inflaran artificialmente el valor de las acciones comunes a sus clientes. En virtud de lo anterior, los

²³³ Caso No. 04-1371. Disponible en: <<http://www.supremecourt.gov/opinions/05pdf/04-1371.pdf>> [Última visita: 28 Mayo 2011]

²³⁴ Regulación de la ley estatal de Oklahoma aplicada al caso dentro del *Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998*.

²³⁵ Firma de actividades bancarias.

corredores recomendaron a los clientes, basados en esta falsa información, mantener los valores por un tiempo más prolongado al que hubiesen recomendado, de tener información certera.

De esta forma, al momento de iniciarse la investigación por parte del Procurador General de la República, en virtud de la denuncia de dicha manipulación, se revela la verdad y con ello el precio de la acción cae bruscamente, provocando la pérdida de millones de dólares de los clientes –de forma muy similar a como revienta una burbuja bursátil-. Al mismo tiempo que en virtud de la desconfianza generalizada que acarrea, los corredores que informaron erradamente, pierden sus trabajos. Por esta razón Dabit demanda a Merrill Lynch por él mismo y por todos los otros agentes perjudicados con esta manipulación.

Sin embargo, la firma intentó en dos oportunidades que se desestimara la demanda. En la primera oportunidad, alegó que la actuación no caía dentro de las actuaciones fraudulentas establecidas por la normativa, pues no se trataba de compra y venta de valores, sino de mantener las acciones en su poder. Esto fue desestimado, al momento en que la Corte Federal estableció que se trataba de compra de acciones, lo cual quedaba abarcado por dicho fraude. En una segunda oportunidad, se volvió a sostener que la conducta no caía dentro de la regulación federal, dicha afirmación y la posibilidad de su aceptación generó que se desestimarán muchas demandas a lo largo del país antes de que Dabit hubiese enmendado la propia.

La Corte decretó que se cumplía con los requisitos de fraude en la compra o venta de acciones, sin embargo lo limitó a quienes efectivamente compraron o vendieron, y no a quienes retuvieron las acciones. Esta decisión fue tomada con motivo de uniformar la jurisprudencia y de esta forma no dañar la economía del país, que era la práctica en que, últimamente, se estaba incurriendo al invocar este ilícito.

La sanción se aplicó en virtud del SLUSA (securities litigation uniform standards act), el cual establece sanciones civiles para las actuaciones fraudulentas del SEA y securities act 1933, su papel es evitar el incumplimiento de medidas estatales en virtud de aplicación de normas de menor jerarquía. A través de ella, es posible interpretar ampliamente el sentido de “compra o venta” pues lo relevante sería la manipulación fraudulenta de los precios de las acciones. En virtud de ello, la Corte reenvía el caso a la SEC, la cual establece sanciones administrativas: (1)

censura y (2) cese de violaciones a la ley. Al mismo tiempo que aplica una multa civil de un millón de dólares a favor del tesoro norteamericano²³⁶.

Este caso resulta relevante para efectos de este análisis por darnos una primera impresión de cómo se sancionan las conductas de manipulación de mercado basadas en información falsa. Siendo este tipo de manipulación más fácil de ser probado, puede caer además en el tipo de fraude por información y, por ende, puede ser sancionado penalmente.

Por otro lado, comprobamos lo que sostenía Siems en cuanto “en general cualquiera puede cometer manipulación de mercado a través de información falsa o engañosa, si ellos podrían haber sabido que dicha información era falsa”²³⁷. En caso que esto no fuera así, se podría haber sostenido que tanto Dabit como los otros corredores, incurrieron en manipulación de mercado, pues crearon una inflación artificial a través de información falsa. En el caso, ellos no sabían y no tenían como saber que dicha información era falsa y, por ende, no se les sanciona por su conducta. Sin embargo, otros podrían sostener, que al tratarse de agentes habituales de la bolsa, se consideran especialistas o técnicos y, en consecuencia, deberían haber sabido, en cuyo caso, podríamos haberlos demandado subsidiariamente por manipulación del mercado.

1.1.2. Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific-Atlanta Inc., et al²³⁸.

Antes de comenzar es necesario señalar que la importancia de este caso está dada primero porque se demanda la responsabilidad de terceros –tales como abogados, y contadores– respecto de conductas fraudulentas tendientes a la manipulación de precios de las acciones en el mercado de valores. Al mismo tiempo que es considerado de relevancia, pues establece que la responsabilidad civil es procedente y quedará determinada por los requisitos señalados en la sección 10 (b) del SEA²³⁹.

²³⁶ INVESTMENT ADVISERS ACT OF 1940 Release No. 2834 / January 30, 2009. Disponible en World Wide Web: < <http://www.sec.gov/litigation/admin/2009/ia-2834.pdf> >

²³⁷ SIEMS, Mathias, *Op. Cit.* (n° 12) p.17

²³⁸ Caso No. 06-43. Disponible en: <<http://www.supremecourt.gov/opinions/07pdf/06-43.pdf>> [Última visita: 28 Mayo 2011]

²³⁹ Sección 10(b) SEA: “Será ilegal para cualquier persona, directa o indirectamente, por el uso de cualquier medio o instrumento de comercio interestatal o de los correos, o de cualquier instalación de cualquier valor de cambio nacional:

El fraude está dado por la conducta de Charter, una empresa operadora de cable, la cual realiza una serie de acciones fraudulentas para cumplir con los requisitos impuestos por Wall Street. El fraude incluye la clasificación errónea de su base de clientes; retrasos en la notificación de terminación a los clientes; capitalización inadecuada de los costes que deberían haberse mostrado como gastos; y la manipulación del punto de corte de facturación de la empresa para inflar los ingresos reportados. Sin embargo, pese a todo este esfuerzo, a finales del 2000 se dan cuenta que no será posible evitar la caída del flujo de caja, motivo por el cual contrata con Scientific Atlanta y Motorola, entregándoles información engañosa.

En virtud de lo anterior, se plantea si es o no procedente la sanción civil por el fraude, pese a no ser directamente establecido por el SEA. Para ello la corte señala que se debe probar: (1) la existencia de un fraude u omisión por parte del demandado, (2) culpa, (3) conexión entre la falsedad y la compra o venta de valores, (4) la credibilidad de la defraudación, (5) pérdida económica y (6) causalidad de la pérdida. Una vez probado esto, según el voto mayoritario, procedería responsabilidad civil aún contra terceros involucrados o encubridores.

Ahora bien, pese a que se trata como un fraude civil, estas actuaciones tienen repercusiones en el mercado, ya que el precio de los valores se fija por la información pública y en medida que se defrauda a la compañía que tiene relación más directa con el cliente- la cual se exime de responsabilidad, siempre que no haya tenido conocimiento de la falsedad de la información-, ella difunde esta misma información falsa, afectando la confianza y estabilidad del mercado.

Nuevamente estamos frente a un caso de manipulación a través de fraude, pues suele ser la manipulación más fácil de identificar. En este caso, sin embargo, la defraudación tiene como consecuencia la manipulación de precios, mas éste no era su objetivo.

(b) El uso o empleo, en relación con la compra o venta de cualquier valor registrado en una bolsa nacional de valores o cualquier valor no inscrito, o acuerdo de intercambio de valores basado en un dispositivo de manipulación o engaño o artificio en contravención de las normas y reglamentos que la Comisión podrá prescribir según sea necesario o apropiado en el interés público o para la protección de los inversores”.

1.1.3 **Holmes v. Securities Investor Protector Corporation et al**²⁴⁰.-

El caso en cuestión muestra claras señales de manipulación dentro del mercado de valores fundada en información falsa, recompra o acción y venta o negociación. Sin embargo resulta cuestionable que no se le haya sancionado por este hecho, sino que se considera que lo determinante para aplicar una sanción penal, es la criminalidad organizada. Ello nos lleva a pensar que por alguna razón los tribunales prefieren no pronunciarse respecto a la manipulación de precios; tal vez, la dificultad de prueba o las bajas sanciones. Cualquiera sea el motivo, es un indicio de que algo en la regulación no está bien.

Todo comienza, cuando en 1991 la Corte toma conocimiento de la conducta de Robert G. Holmes, quien habría conspirado en un esquema fraudulento de manipulación de acciones para generar el incumplimiento con sus clientes de dos corredores de bolsa.

De esta forma, la Securities Investor Protection Corporation²⁴¹ (“SIPC”) bajo el amparo de la Securities Investor Protection Act (“SIPA”) en virtud de la protección a los inversores de bolsa, debía reembolsar los valores a los afectados por la manipulación de precios. Pese a esto, la SIPC ha sostenido que no se puede demandar a Holmes por tres motivos: primero, el aplicar una multa administrativa por el triple del beneficio requiere que se pruebe que hay causalidad entre el acto y dicho beneficio, aspecto que no se prueba. Segundo, no se establece el monto total del daño. Tercero, y el punto controvertido es si dicha actuación cae dentro del ilícito regulado en la ley de organizaciones corruptas.

Lo relevante para efectos de este estudio, es que desde 1964 hasta julio de 1981, los acusados manipulan el precio de seis empresas a través de declaraciones engañosamente optimistas, al mismo tiempo que venden pequeñas porciones de acciones a los mismos corredores de bolsa, para demostrar una apariencia de liquidez del mercado y compran acciones de su propiedad para aumentar la percepción positiva de ellas en el mercado. Todo ello provoca una gran caída del precio de los valores al término de la manipulación.

²⁴⁰ Caso No. 90-727. Disponible en World Wide Web: <<http://supreme.justia.com/us/503/258/case.html>> [Última visita: 30 Mayo 2011]

²⁴¹ Es un mandato de carácter federal, el cual protege al inversor en caso que la bolsa no lo haga, específicamente en caso de sustracción indebida de valores.

La denuncia invoca la participación de Holmes en el régimen alegando que hizo declaraciones falsas sobre las perspectivas de una de las seis compañías, Aero Systems, Inc., de las cuales era un funcionario, director y principal accionista, y que durante un período prolongado vendió una pequeña cantidad de acciones en una de las otras seis empresas, para simular un mercado líquido. Se señala que habrían violado la SEA en su sección 10 (b), más algunas reglas de la Comisión, además, se concluye que estos actos constituyen un patrón de delincuencia organizada.

Sin embargo, este caso se resuelve señalando que la asociación para realizar fraudes de manera organizada no causó daños, por lo tanto, no se sanciona civilmente.

De esta forma, una vez más, el caso se resuelve sin dar mayor trascendencia a la conducta de manipulación de precios. En otras palabras, lo que se logra probar es la manipulación de precios basada en fraude, a través de información falsa o engañosa y acciones fraudulentas en el mercado -compra con capital propio, para dar apariencia de liquidez-. Lo relevante es la conducta que se considerará para aplicar sanción, por ello se busca que quede dentro del tipo de delincuencia organizada para que se le aplique una pena mayor.

1.1.4. Dura Pharmaceuticals, inc., et al v. Michael Broudo et al²⁴².-

A continuación, analizaremos un caso que nuevamente versa sobre manipulación basada en información falsa, sin embargo, aquí se reafirma la idea de la concurrencia de requisitos especiales para incurrir en responsabilidad civil en caso de daños por manipulación. Ahora, lo más relevante del caso es que establece que el bien jurídico protegido es la confianza en el mercado y por tanto, cada vez que se cometa la conducta, dicho bien corre peligro; lo cual de todas formas, no se condice con la falta de sanción penal.

²⁴² Caso no. 03-932. Disponible en World Wide Web: <<http://www.supremecourt.gov/opinions/04pdf/03-932.pdf>> [Última visita: 05 Noviembre 2011]

La causa se abre cuando los inversores de bolsa que habían adquirido acciones de la demandada entre el 15 de Abril de 1997 y el 24 de Febrero de 1998, demandan a Dura pharmaceuticals, empresa que cotiza en la bolsa productos farmacéuticos, por fraude en la transacción de valores, basado en las declaraciones falsas de esta empresa, en relación a dos de sus productos: un inhalador y antibióticos para el asma. Difundiendo información demasiado optimista sobre la aprobación de los productos y las consecuentes ganancias de la empresa, con conocimiento previo de que dichas declaraciones no tenían sustento.

En virtud de la difusión de esta información falsa, las acciones de Dura se elevaron un 53% por acción, periodo en el que los demandantes adquirieron valores en virtud de la información que se reflejaba en el mercado. Sin embargo el 24 de febrero de 1998, se informa que las ventas han sido menores a las esperadas, con lo cual se desploman los valores un 47%, luego en Noviembre del mismo año anuncia que la FDA no dará la aprobación a los productos asmáticos, con lo cual los valores vuelven a caer.

La Corte de distrito desestimó el caso, motivo por el cual los demandantes recurrieron de apelación. La Corte señaló que para incurrir en violación de la sección 10 (b) del SEA, se debe cumplir con los siguientes requisitos: (1) debe tratarse de una declaración falsa u omisión de información, (2) culpabilidad, (3) en relación a la compra o venta de valores, (4) causalidad, (5) pérdida económica y (6) causalidad de la pérdida. Estableciendo que se cumple con dichos requisitos, pues el precio de las acciones estaría sobreevaluado en virtud a las tergiversaciones de información que habría realizado Dura.

La pregunta que se plantea es si existe o no una pérdida económica relevante, para lo cual no es suficiente probar la inflación del precio y su posterior caída. Pues pese a que se puede afirmar que ello influye en la posterior pérdida, no es determinante de ésta. Al mismo tiempo, señala que se debe considerar que el objetivo de la regulación del SEA es mantener la confianza pública en el mercado, a la vez que las sanciones civiles buscan resarcir el daño privado, por ello se debe probar daño y causalidad.

En virtud de la falta de pruebas de los demandantes para acreditar la causalidad y las pérdidas económicas, se desestima el caso.

En este caso queda de manifiesto que para aplicar una sanción civil se exigen requisitos adicionales propios del derecho de daños. Por ende, es posible sostener que la manipulación de precios en el mercado de valores, como ilícito de mera actividad, acarrea una sanción administrativa tal como señala la sección 9 y 10 (b) del SEA, es decir, basta incurrir en transacciones falsas o que generen indicios falsos o difundir información fraudulenta o engañosa. Ahora bien, en caso que quisiéramos aplicar una sanción civil se requiere de un resultado; que efectivamente se haya causado una pérdida patrimonial en los agentes que han adquirido dichos valores.

1.2. SEC.-

La SEC, al ser el organismo supervisor de las conductas dentro del mercado de valores, está facultada para imponer sanciones administrativas ante actos que infrinjan las disposiciones del SEA. Es en esta instancia en la que se resuelve la mayor parte de los casos en EE.UU., tal como revisaremos a continuación.

1.2.1. WAMEX Holding inc²⁴³.-

Lo relevante de este caso es que muestra tres tipos de manipulación, “primero, el uso de cuentas nominativas para incrementar artificialmente el volumen de acciones; segundo, la transmisión de información y rumores falsos; y tercero, la compra de grandes bloques de acciones para crear la impresión de que se trata de transacciones basadas en información”²⁴⁴, es decir, todas las conductas estudiadas: manipulación fuera del mercado de valores basada en acción, basada en información y, dentro del mismo, basada en negociación. Además, resulta importante por el hecho de considerar una sanción penal por el delito de fraude –lo cual pareciera dar indicios de la improcedencia de la violación al *non bis in ídem*-.

²⁴³ Litigation Release No. 17178. Disponible en World Wide Web: <<http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr17178.htm>> [Última visita: 26 Mayo 2011]

²⁴⁴ AGGARWAL, Rajesh y WU, Guojun, *Op. Cit.* (nº98) p.19

El caso versa sobre la demanda presentada por la SEC en Octubre de 2001, en contra de Wamex, sus asociados y respectivos directivos, por manipulación de sus acciones en el mercado de valores entre Diciembre de 1999 y Junio de 2000, a través de lo cual habrían aumentado de \$1.375 a \$19.50 dólares por acción, lo cual llevó a que la firma aumentara de \$250,000 a más de \$180 millones de dólares.

Para conseguir estos resultados se implementaron una serie de acciones por parte de los socios principales. Primero, una gran cantidad de acciones fueron transferidas a una empresa de corretaje de propiedad del promotor de acciones, Edward A. Durante. Luego, Durante comienza a realizar una serie de transacciones públicas para crear un aumento artificial del precio de las acciones de Wamex²⁴⁵.

Además de lo anterior, los socios administrativos de Wamex comienzan a realizar una serie de declaraciones públicas con información falsa a través de los medios de prensa, a la SEC y en Internet. Esta información señalaba que la firma había recibido \$6.9 millones de un grupo inversionista privado; que los administradores contaban con gran experiencia en la banca de inversiones; y que la firma tenía facultades legales para operar a través de acciones electrónicas. La SEC comprobó que todo ello era falso, y que el financiamiento (mucho menor del informado) había sido obtenido por medios fraudulentos –a través de la empresa de corretaje de Durante, es decir, podría entenderse como un contrato simulado–.

Durante realizó lo que se conoce como “ofertas de bloque”, que se trataba de compras públicas pre-concertadas de un gran bloque de acciones, que eran vendidas con un descuento encubierto, dando la apariencia de gran liquidez de las acciones. Esto permitía revender las acciones a un precio mucho mayor.

En este caso, la SEC solicitó la imposición de medidas cautelares para evitar violaciones a futuro, más la restitución de los montos y multas, además de las prohibiciones para los socios de ejercer cargos de director o funcionario de cualquier empresa pública. Los resultados finales fueron la suspensión de la transacción de valores de Wamex, y la detención de tres de sus

²⁴⁵ *Íbid.* p.18

asociados por su participación en fraude –pese a que la pena impuesta por tribunales no se señala en el texto de la SEC-.

En cuanto a las sanciones, éstas son eminentemente civiles, sin embargo, la información que entrega la Comisión, es que se termina deteniendo a uno de los socios por fraude, lo cual constituye un delito penal en el Derecho Norteamericano, pero que pareciera ser independiente al de manipulación de precios. Es necesario concluir entonces, que en caso de cumplirse los requisitos de otros ilícitos, se aplicarán las sanciones correspondientes, con lo cual siempre que la manipulación sea a través de fraude (tal como se describe en el SEA, y por ende la mayor parte del tiempo) se aplicará una sanción penal, pese a que no de forma directa, por el delito de manipulación. En cuanto a la manipulación basada en negociación, rara vez es posible distinguirla y aplicarle una sanción²⁴⁶, pues ella suele estar aparejada con conductas engañosas.

1.2.2. Paravant Computer System, Inc²⁴⁷.-

El caso en cuestión es relevante porque se presenta, además de manipulación basada en información, fijación de precios por acción a través de la restricción de la oferta. Sin embargo ello sólo tiene éxito en virtud de la posición relevante que el demandado tenía dentro del mercado de valores, lo cual pareciera afirmar que este ilícito es en gran parte de “sujeto especial”. Al mismo tiempo, se contempla la posibilidad de aplicar sanciones penales, lo cual demuestra que ellas no están ausentes en la regulación de la manipulación en el derecho norteamericano.

Todo comienza, cuando la Comisión entabla demanda en agosto de 1999, en contra de Victor M. Wang, director de Duke&Company –corredora de bolsa-, Thaler, Bennet y Honnigman –antiguos ejecutivos de la misma-, por haber organizado una manipulación de mercado para aumentar el precio de Paravant Computer System Inc., de tal forma de asegurar la oferta inicial de acciones ordinarias en el mercado de NASDAQ.

²⁴⁶ En el caso, se verifican conductas manipuladoras basadas en información, en acción y en negociación, sin embargo esta última por sí misma quizás no hubiese sido sancionada, ya que se presentó en conjunto con una actuación fraudulenta (v.g. compra de grandes cantidades de acciones con un descuento).

²⁴⁷ Litigation Release No. 16256. Disponible en World Wide Web: <<http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr16256.htm>> [Última visita: 26 Mayo 2011]

En la salida a bolsa, las acciones comunes Paravant eran ofrecidas al público en \$5.00 dólares por acción, sin embargo, durante el primer día de cotización, el precio de las acciones aumentó a \$9.875 por acción. Este aumento se funda en que Duke –como creador de mercado- y sus asociados, restringieron artificialmente el suministro de acciones comunes de Paravant. Esto se realizó a través de compras por clientes afiliados, con la condición de que devolvieran dicho capital inmediatamente a Duke, lo cual le garantizaba a éste último una gran cantidad de acciones Paravant en su cartera. Así, y como resultado de la reducción artificial de oferta, y la creación artificial de demanda, aumenta el valor de las acciones comunes de Paravant en el mercado.

De esta forma, una vez que había aumentado el valor de las acciones, Duke las revende, sin embargo, para facilitar dichas ventas, Duke y sus asociados realizan declaraciones falsas a sus clientes minoristas. Como resultado de estas ventas y la difusión de información falsa, Duke genera más de \$1.885.137 dólares en ganancias ilícitas.

En su demanda, la Comisión alegó manipulación de precios y actuación fraudulenta de los socios, solicitando sanciones civiles y penales. Al mismo tiempo se prohíbe la asociación y ejercicio del cargo de corredor a Wang, Thaler, Honigman y Bennett.

En este caso, la manipulación de mercado, se da de manera bastante simple, basada primordialmente en las acciones de un agente con presencia de mercado, y la difusión de información falsa –que suele aparecer en la mayoría de los casos-. La doctrina ha comprendido que el caso se trata de “un creador de mercado que utiliza su información privilegiada para restringir la oferta mediante el uso de su cartera, para generar la oferta de los inversores minoristas”²⁴⁸, beneficiándose a expensas de aquellos que no cuentan con la información pertinente –i.e. buscadores de información-.

²⁴⁸ AGGARWAL, Rajesh y WU, Guojun, *Op. Cit.* (nº98) p.19

1.2.3. H. J. Meyers & Co., Inc²⁴⁹.-

A continuación, se vuelve a demostrar la importancia de la posición que el manipulador tiene en el mercado; sin embargo, lo más relevante de este caso es la definición que da la SEC de manipulación de precios.

El caso versa sobre la demanda a Setteducati, el vicepresidente, distribuidor y agente registrado de H.J. Meyers –empresa de inversiones-, que la SEC entabla en 1996, en virtud del papel que jugó en la compra de una oferta inicial de Borealis Technology Corporation. Setteducati y otros agentes involucrados habrían manipulado el precio de las acciones de Borealis, haciéndolas subir desde \$5.00 a \$8.49 dólares por acción. Esta conducta se implementó a través de asignaciones de cuotas para reducir la oferta flotante y así vender a precios excesivos a los clientes. Después del período de manipulación, los precios de las acciones volvieron a bajar a su nivel normal²⁵⁰.

La reducción de oferta se llevó a cabo a través de la entrega del 20% de las acciones a agentes de bolsa y el 80% restante a los clientes minoritarios de H.J. Meyers a un valor de \$5.00 dólares por acción. Tras esto habrían aumentado el valor a \$8.49, guiado por razones artificiales, lo cual habría sido posible en virtud de la posición relevante de la empresa en el mercado. La oferta de acción se habría reducido a través de los mismos corredores, quienes: (a) desalentaron la venta de acciones en propiedad de sus clientes, (b) controlaban el 75% de las acciones, (c) aseguraron que las acciones no se negociaran en el mercado de reposición inmediata y (d) establecieron una política que dificultaba la venta de acciones.

Se acusa a los involucrados de haber violado la Sección 17 (a) y (b) del SEA que prohíben los errores u omisiones y las transacciones o prácticas que operan como fraude o engaño al comprador. Además de imputar la Sección 10 (b) de la misma norma, en cuanto a los mecanismos empleados en relación a la sección 9 que define manipulación. Por lo cual se solicita que se decrete una orden de cese, devolución de las ganancias o beneficios percibidos y

²⁴⁹ Litigation Release No. 211. Disponible en World Wide Web: <<http://www.sec.gov/litigation/aljdec/id211jtk.htm>> [Última visita: 01 Junio 2011] y en <<http://www.sec.gov/litigation/admin/33-7934.htm>> [Última visita: 12 Diciembre 2011]

²⁵⁰ El caso es extenso, pero para efectos de este trabajo sólo nos interesa lo relativo a la manipulación.

una sanción pecuniaria civil. Ahora bien, la empresa se ha declarado en banca rota y ha probado su incapacidad de pagar una multa, pese a ello se fija una sanción de \$514,000 dólares que deben ser pagados salvo que un tribunal declarase la quiebra.

Sin embargo, se discute si, efectivamente, existe dolo o culpa en la conducta y si Setteducati era actor principal y causante de la manipulación; aspectos que no se podrían probar únicamente con el comportamiento del mercado.

Es relevante mencionar que el juez administrativo al momento de fallar, considera que la jurisprudencia ha entendido por manipulación, la “conducta intencional o deliberada diseñada para engañar o defraudar a los inversionistas mediante el control, o que afecten artificialmente el precio de los valores” (En Ernst & Emstv. Holchfelder) por ello, resulta tan relevante que exista una intencionalidad maliciosa o negligente.

En este caso se utilizan medios defraudadores para fijar el precio a un nivel artificial, pese a no difundirse determinada información, se realizan conductas que hacen creer al agente que dicha información existe. Lo que se hace es una reducción falsa de la oferta, para así elevar los precios de las acciones, afectando a los propios clientes, a aquellos que adquirieron a dichos precios y beneficiando a los corredores de H.J. Meyers.

1.2.4. Newbridge Valores SA²⁵¹.-

El caso a continuación versa sobre manipulación basada en acción, presentando claramente dos variantes de la misma, como son el incremento de la oferta y transacciones simuladas que no presentan un cambio real de propiedad. Lo relevante, sin embargo, es que demuestra la importancia de la posición que tiene en el mercado el manipulador, pues, como quienes quieren incurrir en la conducta no tienen un poder de mercado suficiente, recurren a quienes si lo tienen, sea por ellos mismos o la sociedad a la que representan. En otras palabras,

²⁵¹ Litigation Release No. 380. Disponible en World Wide Web: <<http://www.sec.gov/litigation/aljdec/2009/id380jtk.pdf>> [Última visita: 02 Junio 2011]

ellos mismos consideran que no cualquiera puede ser manipulador, porque sus actos podrían no repercutir en el público.

La causa inicia cuando la Comisión de la Bolsa de Valores comienza a investigar en Julio de 2008, en virtud de la conducta del representante autorizado de Newbridge Securities Corporation –corredora de bolsa-, Kanotrowitz, ya que él habría manipulado las acciones de Roanoke Technology Corporation, entre Noviembre y Diciembre de 2003 bajo órdenes de Bojadzjiev. Además se le acusa de manipular el mercado de acciones de Concorde America Inc., a nombre de Ohemke. También se demanda al Presidente y al Director Ejecutivo de Newbridge, por no supervisar eficientemente la conducta del representante autorizado, razón por la cual terminan siendo sancionados con una multa civil por un monto de \$120.000 dólares. Para manipular las acciones de estas empresas, el representante, utilizó el poder de mercado que tenía Newbridge.

a. Manipulación de acciones de Roanoke.-

Para liquidar las acciones de Roanoke a través del formulario S-8 (que representa una manera rápida y fácil de inscripción de acciones), Bojaszjiev ordenó a Kanotrowitz incrementar falsamente la oferta para mantener el precio de la acción, para poder liquidar las que tenía en su propiedad. De esta manera, para determinar el precio máximo que podían alcanzar las acciones en el mercado, Kantrowitz oferta y encuesta a los compradores –para conocer cuál era el precio máximo que podían tener las acciones- aún antes de tenerlas en su posesión.

Además de esto, se realizan otras conductas para simular actividad de mercado artificialmente, así a modo de ejemplo, cuando otros creadores de mercado ofrecían las mismas acciones, Kantrowitz procedía a comprarlas, para así tener el poder de manipular su precio.

De esta forma, entre Noviembre y Diciembre de 2003, Kantrowitz facilitó que el patrimonio de Bojadzjiev se elevara por más de \$1.1 millones de dólares en virtud de la venta de acciones de Roanoke que estaban en su propiedad.

En este caso, el representante de Newbridge conocía que estaba realizando acciones fraudulentas que tenderían a cambiar el precio de las acciones en el mercado. Pese a que cumplía órdenes por parte del dueño de dichas acciones, sabía que el único propósito de sus actividades era elevar el precio para poder vender a un mayor valor. Por esto, podríamos sostener que se trata de una manipulación en la cual se dan indicios falsos, como es la disminución de la oferta y simular liquidez del mercado, entre otros. Sin embargo, no podemos considerar como único manipulador al dueño de las acciones, pues él, por sí mismo, no habría podido hacerlo, por no tener la posición de mercado que sí tenía Kanotrowitz al ser representante de la empresa Newbridge. Por ende, aquí aparecen dos supuestos analizados por la doctrina: El primero es la necesidad de que el manipulador sea un agente con poder en el mercado, sea por “su tamaño, o porque la otra parte del mercado cree que tiene información”²⁵². El segundo es que se trata de una transacción con indicios engañosos, pues hay dos sujetos coludidos para comprar y vender, de tal manera de fijar un precio artificial de las acciones transadas. Esto podría caer en lo que en doctrina se conoce como “*advancing the bid*”, es decir en medida que “se aumenta la oferta es posible manipular el precio, debido a la creación de una ilusión de que es un incremento de la demanda lo que causa el incremento del precio”²⁵³.

b. Manipulación de acciones de Concorde.-

Entre Junio y Octubre de 2004, Kanotrowitz elaboró un sistema de manipulación de los valores de Concorde que pertenecían a Oehmke, para generar una ganancia de más de \$5.8 millones en ventas procedentes de la liquidación de más de 1.5 millones de acciones de Concorde. Esto fue posible gracias a que Oehmke obtuvo casi la totalidad de las acciones de Concorde que se transaban públicamente, las cuales distribuyó entre distintas empresas de paraísos fiscales, que tenían cuentas con Newbridge y otros corredores de bolsa.

Oehmke solicitó a Kanotrowitz y los otros corredores que realizaran actividades creadoras de mercado, incurriendo en conductas para elevar el precio de las acciones de Concorde. Esto se realizó a través del aumento de las ofertas de las acciones de Concorde, aún cuando ninguna

²⁵² JARROW, Robert. “Market manipulation...” *Op. Cit.* (n°102) p.106

²⁵³ SIEMS, Mathias, *Op. Cit.* (n°12) p.20

acción se estuviera transando. Esto provocó que el valor de las acciones subiera de \$0.01 a \$3.00 dólares.

Algunas de las tácticas que se utilizaron para manipular el mercado fueron lo que en doctrina se conoce como “*Wash trade*” o transacciones aparentes, que son “Operaciones sobre un valor que no suponen cambio real de titularidad, con el fin de estimular una corriente compradora que fuerce la cotización al alza y permita al manipulador transmitir su cartera a un precio mayor”²⁵⁴. Además, las ofertas entre los distintos corredores debían ser similares para lograr el efecto manipulador. Al mismo tiempo que Oehmke ordenó a Kantrowitz y el resto de los corredores a realizar un incremento de oferta, para aparentar que existía una guerra entre las distintas firmas en adquirir dichas acciones.

Nuevamente se puede sostener que los corredores involucrados tenían información de que Oehmke quería liquidar un gran número de acciones que estaban administradas por Newbridge. Una vez elevado el precio de las acciones, se procedió a la venta de ellas. La mala fe de Kantrowitz queda demostrada, principalmente, por la comunicación que existía entre ellos, así aparece de manifiesto, en las pruebas presentadas, por acreditarse una orden de mantenerse cerca de la oferta de los otros corredores. En virtud de ello, sería posible sancionarlo por la conducta de manipulación de mercado.

De esta forma, Kantrowitz habría violado intencionalmente la sección 17(a), 10 (b) y la norma 10 b-5 del SEA, por incurrir en conducta fraudulenta en la transacción de valores. Dentro de las sanciones que se le imponen, resulta relevante mencionar: Primero la censura de Newbridge para operar en la bolsa. Segundo, se sanciona por una cantidad de 206.711 dólares más los intereses de perjuicio correspondientes a 1.722 dólares. Tercero y último, se le aplica una sanción civil de 80.000 dólares., todas ellas impuestas a los responsables de supervisar la conducta de Kantrowitz. No se alude a sanciones penales.

²⁵⁴ VILLEGAS, Pedro, *Op. Cit.* (n°121) p.12

1.2.5. James T. Patten²⁵⁵.-

En el caso que presentamos a continuación, la manipulación de precios no tiene como objeto generar desconfianza en el mercado, sino permitir la cotización de ciertos valores, cumpliendo artificialmente las normas de la bolsa. Resulta relevante aquí, que lo único necesario para caer en el tipo es la intención de fijar el precio a niveles artificiales, guiados por motivaciones distintas a la de una transacción económica normal. Además, en el caso se señalan ciertos indicios de conductas manipuladoras, que pueden resultar muy ilustrativas para nuestro estudio.

De esta forma, en Febrero de 2008, la Comisión demanda a James T. Patten –Presidente y fundador de Great Metropolitan Investment Services (“GMIS”)- por violaciones al SEA, por elaborar intencionalmente y coludido con Martin Fox, un plan fraudulento para manipular el precio y las ofertas de las acciones de Intio Inc. que se cotizan en NASDAQ.

Patten, a la época era el único propietario de GMIS, la cual poseía alrededor de 24 mil acciones de Intio. Martin Fox, a su vez, era el Presidente y Director Ejecutivo de Intio, teniendo en su propiedad más de un millón de acciones de dicha firma. Ambos habrían conspirado para mantener el precio de cierre de las acciones por sobre un dólar, para no violar el requisito de clausura de NASDAQ²⁵⁶. A modo de ejemplo, como la bolsa cierra a la 4:00 p.m., Fox introducía una oferta por \$1.01 dólares a las 3:52 p.m., y GMIS la demandaba por dicho precio, cerrándose la bolsa a las 4:00 p.m. con este valor ficticio. Esto se repitió desde Junio hasta Septiembre del 2002, por grandes cantidades de acciones (40.000, 12.000, 10.000), y luego desde Noviembre hasta Enero del 2003.

Además de imponer una sanción administrativa de cese de actividades y prohibición de ejercer como corredor de bolsa, a Patten se le impone una sanción civil de segundo nivel²⁵⁷ por

²⁵⁵ Litigation Release No. 303. Disponible en World Wide Web: <<http://www.sec.gov/litigation/aljdec/id303rgm.pdf>> [Última visita: 02 Junio 2011]

²⁵⁶ Para mantener las acciones en NASDAQ, es necesario que el precio de cierre no baje de \$1.00, en caso contrario, si se mantiene por más de 30 días seguidos, no se podrán seguir transando dichas acciones en la bolsa. El precio debe ser de \$1.00 o más al menos por 10 días consecutivos durante el mes.

²⁵⁷ Las penas civiles, según la sección 21 del SEA, pueden tener 3 niveles, el primero tiene un límite de \$5.000, el segundo, en el cual se incluye la manipulación, de \$50.000, y el tercero, en el cual cae la

\$60.000 dólares para cada uno de los 34 días de negociación. Esto en virtud de que Patten no obtuvo un beneficio financiero de este plan fraudulento, sin embargo constituyó un sistema de defraudación al público. Por lo anterior, la Comisión considera que esta pena es suficiente para disuadir futuras violaciones a la ley de valores.

Esta resolución resulta relevante para nuestros objetivos, en tanto enumera algunos indicios de manipulación de mercado: Primero, la colocación de acciones en o cercano al final del día, lo cual puede tener un efecto significativo en el mercado, pues al no ejecutarse, influye en la cotización de los creadores de mercado. Segundo, cuando la actividad no se basa en los indicadores económicos, en otras palabras, cuando hay un objetivo detrás de la transacción. Tercero, la concentración de la propiedad de las acciones en pocas manos, pues ello les permite controlar el precio de las acciones de manera independiente de las fuerzas del mercado. Cuarto, el bajo volumen de comercio²⁵⁸.

Este caso es uno de los más típicos del mercado, pues se da a través de agentes con posición relevante en el mercado, quienes concentran la totalidad de las acciones transables y se coluden para fijar el precio a determinado nivel. Sin embargo, Patten podría sostener que le interesaba la compra de dichas acciones cuando se encontraban por debajo del dólar, por ello las demandaba, y una vez que subían de valor, ya no lo hacía. Sin perjuicio de ello, de todas formas, él está obteniendo un beneficio, pues también estaría valorando las acciones de su propiedad, aún cuando no las liquide –lo cual podría discutirse pues en ello consisten las ganancias dentro del mercado-.

En este caso en particular, se da una situación que habíamos enunciado al analizar la doctrina, pues la SEC para resolver no se atiene a los beneficios que genera dicha actividad, sino a la intención de manipular el precio, aún cuando ello no genere riesgos o peligros en el mercado. Por ende, y a partir de ello, podríamos sostener que una conducta que busca fijar artificialmente los precios del mercado, es manipulación, aún en el caso que ello no signifique un beneficio pecuniario para quien incurre en ella.

manipulación que ha tenido efecto de pérdidas de importantes sumas de dinero para otros agentes, tiene un límite de \$100.000

²⁵⁸ Página 6 del fallo.

1.3. Conclusiones.-

A partir de los casos analizados, podríamos sostener que en la jurisprudencia norteamericana el factor relevante para determinar si hay o no manipulación es la existencia de fraude. Este fraude puede representarse a través de colusión entre dos partes, adelantamiento de la oferta, creación de indicios falsos a través de actuaciones de quienes están más cercanos a la información, o derechamente la difusión de información engañosa, y sería éste el que justifica la aplicación de una sanción penal.

También aparece de manifiesto que no cualquiera puede realizar la manipulación sino que, en la mayoría de las veces, quien lo hace es un corredor de valores que tiene cierto conocimiento y reputación, pese a que, en otros casos, lo hacen los mismos emisores de acciones que tienen una gran cartera o que a través de información falsa hacen creer al resto del mercado que tienen una posición relevante. Así, podemos sostener, que hay ciertos agentes de mercado que tienen mayores posibilidades de convertirse en manipuladores, como son: “los miembros del consejo y directivos de las empresas, accionistas significativos, participantes en operaciones corporativas y los agentes con presencia activa en el mercado, como los creadores de mercado o los brokers”²⁵⁹, pero no por ello son los únicos que pueden actuar como manipuladores; todo aquél con una cartera de tamaño suficiente como para hacer variar los precios del mercado a través de sus cotizaciones, puede llegar a ser un manipulador.

Por último, parece relevante mencionar que las sanciones que se aplican se ajustan a su normativa, pues son principalmente administrativas, y en algunos casos civiles. El fundamento de estas sanciones es evitar que la conducta se repita por ellos u otros agentes de mercado, en otras palabras, constituyen un desincentivo a la realización de la conducta manipuladora.

Las multas, en un principio, tienden a la devolución del beneficio obtenido, sin embargo, observamos que en uno de los casos, no aparece beneficio visible y de todas formas se aplica una

²⁵⁹ GARCÍA SANTOS, M. Nieves, *Op. Cit.* (n°112) p.167

multa, lo cual viene a confirmar que la finalidad es más preventiva que retributiva²⁶⁰. Al mismo tiempo podemos observar que si bien es relevante el resultado, lo que juega un rol fundamental al momento de determinar si ha incurrido en la conducta, es la intención que tengan las partes de manipular o fijar los precios de los valores, o aún más, la falta de sentido económico de las transacciones.

Si bien aparecen sanciones penales, ellas sólo se dan en caso que el fraude sea de tal magnitud que provoque un daño, sin embargo no alude directamente a la manipulación, sino al fraude que si estaría regulado por el artículo 380 del Código Criminal, el cual establece una pena de hasta 14 años de prisión. No obstante, esto pareciera ser un contrasentido, pues pese que la regulación de la manipulación de precios sólo contempla sanciones administrativas y en algunos casos civiles, su tipificación en el SEA incluye la conducta fraudulenta, y por ende, caería la mayor parte de las veces en dicho tipo penal, con lo cual sería sancionada en esa instancia. Aspecto que en todo caso no es considerado por la jurisprudencia.

2. Jurisprudencia en la Unión Europea.-

Como ya hemos mencionado, las directivas de la Unión Europea no establecen un órgano único que deba conocer de este tipo de conductas, sino que encomienda a los Estados a determinar una “única autoridad reguladora y supervisora”²⁶¹ por país. De tal forma, el Comité Europeo de Regulación de Valores (CESR), actual ESMA, juega un rol más externo, fijando guías para la transacción dentro del mercado de valores, pero no cuenta con facultades para conocer casos concretos. Es así, como se encarga de establecer las conductas permitidas y conductas prohibidas dentro del mercado²⁶², aún cuando cada Estado tiene un orden interno, que regula dichas acciones.

A partir de lo anterior, pasamos a realizar un análisis general de la jurisprudencia relativa a la manipulación de precios dentro del mercado de valores, de España y Reino Unido.

²⁶⁰ Una pena retribucionista es aquella equivalente al perjuicio provocado.

²⁶¹ TOVAR, Nuria, *Op. Cit.* (n°11) p.21

²⁶² Para mayor profundidad ver: <http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=3282> [Última visita: 15 de Junio 2011]

2.1. Jurisprudencia de España.-

2.1.1. Comisión Nacional de Mercado de Valores (“CNMV”).-

La jurisprudencia relativa a la manipulación de precios regulada en el artículo 83 ter. de la LMV, es nueva y muy escasa. Sólo existen cuatro casos que han llegado a Audiencia Nacional, referentes a este tipo de conducta, los cuales serán analizados a continuación.

2.1.1.1. Recurso de I.I. S.A contra la Orden del Ministro de Economía y Hacienda²⁶³.-

Resulta relevante en este caso el hecho de que se sancione con multa aún cuando no se haya generado un beneficio efectivo, ello sucede por el hecho de la desestabilización del mercado y la posible generación de desconfianza en la transacción de acciones. Además del hecho de tratarse de una conducta que en principio es permitida, como es la recompra, tal como señalábamos más arriba, se debe considerar su volumen (no más del 25% de la cartera) y su propósito²⁶⁴, los cuales claramente indican manipulación en el caso analizado, tal como veremos a continuación.

La empresa I.I. habría realizado entre el 27 y 30 de Diciembre de 2002, prácticas contrarias a la ley de mercado de valores, consistentes en la compra de acciones propias de la compañía, lo cual habría generado indicios falsos en el mercado en cuanto a los precios de las acciones de propiedad de la misma. Con motivo de dicha conducta, la sociedad fue sancionada con una multa de 60.000 euros, por la CNMV. Esta sanción es impugnada por la actora.

Las prácticas contrarias a la ley de mercado de valores habrían consistido en la compra de un gran volumen de acciones de autocartera, con lo cual se habría generado un reposicionamiento del precio, aumentando el valor en un 5% por día. A mayor profundidad, entre el 18 y 23 de Diciembre, las acciones habían caído en un 10 %, lo cual habría motivado la

²⁶³ Sentencia AN 24/1/2006 (REC 447/04), Disponible en World Wide Web: <<http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={529d63c4-0fe8-45c0-a666-38bdadd8b3cd}>> [Última visita: 15 de Junio 2011]

²⁶⁴ SIEMS, Mathias, *Op. Cit.* (nº12) p.23

compra de acciones de propia emisión para elevar los precios. Esto se transó en un volumen excepcional y a un precio que superaba el cierre de las sesiones anteriores, todo lo cual genera un fuerte incremento en la cotización de fin de año.

La actora presenta recurso en contra de la acusación, basado, primeramente, en la falta de personificación de la sanción, puesto que no habría sido la misma sociedad la que compró acciones, sino una relacionada. Sin embargo, este motivo es desestimado, ya que se considera que la persona jurídica puede cometer ilícitos aún utilizando de manera instrumental a otra. Otro motivo interesante que presenta la actora para recurrir, es el de falta de tipicidad, el cual también es desestimado, pues en el artículo 83 ter. de la ley de mercado de valores se tipifican las conductas manipuladoras de precio y pese a que nada dice de la compra de acciones de propia emisión a un volumen razonable, en el caso en cuestión, la compra de autocartera no es a volumen ni precios de mercado, por lo que puede ser considerada como una conducta manipuladora. Cabe destacar al respecto el siguiente párrafo:

“la presencia activa del emisor en la negociación de sus propias acciones puede plantear un conflicto de intereses con el resto de los partícipes en el mercado, bien por el uso de información privilegiada, bien por artificios en la cotización de los valores, bien por operaciones que directamente incidan en la formación de los precios por terceros negociadores o bien, en fin, por el efecto inducción que sobre tales precios pueda tener una compra masiva de las propias acciones”²⁶⁵.

Aquí no sólo hubo intención de dar indicios falsos, sino que también hubo un resultado que reposicionó las acciones a fin de año, con lo cual, podemos decir, cumple con los requisitos que impone la doctrina para ser considerada manipulación de precios.

Finalmente se desestima el recurso y se ratifica la sanción por ser la menor dentro del tramo, ya que no hubo beneficio monetario asociado a la manipulación. Recordemos que en España en caso de no ser medible el beneficio, se pueden aplicar multas de hasta seiscientos miles de euros²⁶⁶.

²⁶⁵ *Ibíd.*, p. 8

²⁶⁶ Artículos 102 y 103 de la Ley de mercado de valores española.

2.1.1.2. Recurso de Don I.J.L.H contra la Administración del Estado²⁶⁷.-

El análisis a continuación, es relevante en cuanto la CNMV fija el estándar de intencionalidad que se debe cumplir para caer en el tipo y se menciona la responsabilidad de las sociedades como distinta a la de personas naturales. Sin embargo, cabe destacar también, que el recurrente hace mención explícita al derecho administrativo sancionatorio, confundiéndolo con el régimen administrativo general. De todas formas, lo importante es que menciona que en él se deben aplicar las mismas garantías procesales que en sede penal.

El recurso se presenta en Diciembre de 2004, en él se impugna la resolución del Ministerio de Economía y Hacienda, por la que impone al recurrente –Don I.J.L.H.- una sanción de 36.000 euros con motivo de manipulación de precios en el mercado de valores a través de la compra de acciones de la empresa de que era ejecutivo (de propia emisión). Si bien, en un principio, ello no supone manipulación, en el caso en cuestión la adquisición y venta superó el 38,92% del volumen total de negociación sobre las acciones, al mismo tiempo que muchas de ellas se efectuaron cercanas al cierre de la bolsa, con el objeto de mantener el precio de las acciones en determinado nivel, alcanzando un 68% de las compras realizadas en subasta de cierre.

No solo se infringe la ley de mercado de valores de forma general al tratarse de una conducta “dirigida a falsear la libre formación de precios en el mercado de valores, produciendo una alteración significativa de la cotización y un daño considerable a los inversores”²⁶⁸, sino que esta conducta queda abarcada específicamente por el artículo 83 ter. de dicha norma legal. El hecho que esté dirigida a falsear la formación de precios, significa que puede abarcar todo tipo de dolo penal, inclusive el dolo eventual, de tal forma que aún si la finalidad última no fuera falsear la información, ello se representa como un resultado posible, lo cual es aceptado al momento de incurrir en la conducta sin tomar las precauciones suficientes. Pese a que en el caso, por las pruebas presentadas y el volumen de las transacciones, se acredita que además de aptitud para manipular el precio, existía voluntad.

²⁶⁷ Sentencia AN 17/3/2006 (REC 599/04) Disponible en: <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={37126209-c95a-43c4-99d2-873c58326896}> [Última visita: 23 Junio 2011]

²⁶⁸ *Ibíd.*, p. 3

Como la normativa señala, la alteración del precio es relevante al momento de determinar la gravedad de la multa, sin embargo, su ausencia no condiciona la aplicación de una sanción, en otras palabras, sigue siendo una infracción a la ley pese a no generar cambios efectivos en la valoración de las acciones (Artículo 100 w) Ley mercado de valores). Con dicho motivo, esta infracción se califica como grave y no muy grave, lo cual se condice con el monto de la multa que se aplica. Esto es sostenido por la misma CNMV al señalar:

“Lo esencial en el presente caso, es que desde los órganos de dirección de la entidad se dieron órdenes para comprar acciones manteniendo un determinado precio, que tales órdenes fueron ejecutadas, y lo fueron en un volumen de negocios tal que tenía aptitud para mantener el precio de las acciones de forma artificial en determinados niveles – con independencia de que efectivamente se consiguiese mantener el precio-”²⁶⁹

El recurrente reclama que se estaría aplicando responsabilidad objetiva, lo cual no sería conforme a las garantías penales que deben aplicarse –aunque con ciertos matices- al derecho administrativo sancionador. De esta forma, en el caso, se busca aplicar una sanción al administrador, considerando para ello, las normas relativas a las sociedades anónimas y estándares de conductas exigidos a los administradores, para no incurrir en responsabilidad. La ley establece que el administrador actúa como garante de la sociedad, de tal manera que debe realizar todo lo racionalmente posible para evitar incurrir en conductas prohibidas. Aún más en el caso del recurrente, quien era el encargado de la negociación de autocartera, de tal forma que la omisión de esta conducta, supone al menos negligencia grave.

A partir de lo analizado, podemos destacar dos aspectos relevantes para nuestra investigación. El primero de ellos dice relación con el resultado de la conducta; en el caso en cuestión, la CNMV y la Corte entienden a partir del artículo 100 de la ley de mercado de valores, que no es necesario un resultado que altere el precio del valor transado, basta que exista la posibilidad de que se alcance dicho resultado. Inclusive deja de lado la intencionalidad, estableciendo que la posibilidad debe ser considerada y por ende los estándares se elevan para hacer todo lo que esté al alcance del administrador para evitar la conducta prohibida. Todo ello hace que esta responsabilidad sea muy estricta. El segundo aspecto a considerar, es el hecho de

²⁶⁹ *Ibíd.*, p. 6

que el administrador puede ser sancionado personalmente –con independencia del capital social- cuando no ha cumplido los estándares mínimos que se le exigen como garante de la sociedad.

2.1.1.3. Recurso de M. S.A contra la Administración del Estado²⁷⁰.-

La relevancia de este caso descansa en que nuevamente se presenta la situación de manipulación a través de autocartera, lo cual nos demuestra que es una conducta peligrosa, en la cual se debe evitar incurrir, pues transmite información que no siempre se condice con la oferta y demanda de los valores. Por ello, es muy relevante que exista regulación en cuanto a los límites en que ella es permitida, pues aquello es un indicio de cuándo dicha conducta es manipuladora.

De esta forma, el presente recurso es presentado por M. S.A en Diciembre de 2004, en contra de la resolución del Ministerio de Economía, por considerar la sanción desproporcionada con la conducta incurrida. Dicha resolución confirmaba la sanción impuesta por la CNMV de multa de 150.000 euros y amonestación pública en contra de B. S.A y sus administradores, por incurrir en manipulación de precios a través de indicios falsos por la compra de acciones de propia emisión, lo cual constituye una infracción grave tipificada en el art. 100 w) de dicha norma legal.

B. S.A es una sociedad de adquisición y construcción de inmuebles urbanos, la cual fue adquirida por fusión por M. S.A con fecha 21 de Noviembre de 2003. La Dirección General de Mercado e Inversores de la CNMV comienza a investigar las transacciones realizadas por B. S.A durante el 1 de enero y el 30 de abril del año 2003, por posible manipulación a través de autocartera. En virtud de ello, se descubre que en el transcurso de estos 4 meses, B. S.A llega a adquirir el 38,92% de sus propias acciones, además de participar en 78 de 80 subastas de cierre, lo cual genera un incremento relevante de las cotizaciones. Estas conductas las habría realizado por sí y a través de cuatro intermediarios.

²⁷⁰ Sentencia AN 17/3/2006 (Rec. 601/04) Disponible en World Wide Web: <<http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={03982387-458a-48f3-95cd-8849d2aa053a}>> [Última visita: 28 junio 2011]

La recurrente presenta distintos motivos para desestimar la sanción, entre ellos atipicidad por no estar prohibida la conducta de autocartera y no caer en el supuesto de falseamiento cotizaciones, la violación al principio de presunción de inocencia, al principio de culpabilidad, y al de proporcionalidad de las sanciones. Todos ellos son desestimados por el tribunal, tal y como se presentó en el caso AN 24/1/2006 (REC 447/04) analizado anteriormente. Primero, no habría atipicidad, pues la conducta está sancionada en el artículo 83 ter. de la ley de mercado de valores, ya que pese a no mencionar el hecho de compra de acciones de propia emisión, el volumen de ello (más del 25% permitido por la circular 12/1998 CNMV), genera indicios falsos en cuanto a la demanda del valor. Segundo, se respeta la presunción de inocencia en el sentido que sólo se declara su culpabilidad una vez probada. Por último, la sanción parece adecuada, por ser del tramo más bajo, considerando la escasa gravedad del peligro y perjuicios, además de la inexistencia de ganancias.

Este caso desarrolla un punto que no habíamos analizado, cual es el de las sociedades fusionadas, o como establece el recurrente que “no existen”. Este punto ha sido desestimado por el tribunal, ya que se entiende que al fusionarse sigue existiendo en M. S.A. y, por ende, debe responder, inclusive lo referente a la amonestación pública.

2.1.1.4. Recurso de S. S.A. y don J.M.R contra el Ministerio de Economía²⁷¹.-

Este caso es importante, pues confirma, tal y como se ha señalado por la doctrina, que existen distintos factores a considerar al momento de determinar si una conducta constituye o no manipulación de precios. Por sí mismas las condiciones del mercado no son suficientes para configurar manipulación, pues puede ocurrir que el volumen transado no sea significativo para el mercado en general, pero que si lo sea para la cotización del valor determinado, ello de todas formas constituye manipulación. Habrá que considerar también, la posición del agente en el mercado –tanto respecto al volumen, como a la tenencia de información privilegiada-, los momentos de intervención, y la posibilidad de un resultado que esté prohibido por la ley.

²⁷¹ Sentencia AN 5/4/2006 (REC 597/04) Disponible en World Wide Web: <<http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={7f22d76a-7935-42c8-a838-12d1e29fe639}>> [Última visita: 28 Junio 2011]

El recurso en cuestión versa sobre la solicitud de nulidad del fallo del Ministerio de Economía que ratifica la sentencia de la CNMV o subsidiariamente su rebaja por desproporcionado. Este fallo habría impuesto una sanción de multa de 120.000 euros a la sociedad S. y de 30.000 euros a J.M.R por prácticas que falsean la libre formación de precios del valor B.M.A S.A.

Estas prácticas se darían en virtud de la existencia de un grupo de sociedades al que pertenece S. S.A. y es encabezado por A. S.A., dicho grupo tenía el 91,71% de la propiedad de B.M.A S.A, de los cuales un 76,65% correspondía a S. S.A. Entre el 2 y 12 de Diciembre de 2002, la cotización de B.M.A aumentó en un 40%, cerrando al alza en todas las sesiones. S. S.A habría participado en un 87,5% de estas sesiones donde se transaron acciones de B.M.A, lo cual generó que en todas ellas se incrementara la cotización. Lo que sucede durante este periodo es que S. “compra acaparando porcentajes de negociación muy significativos y a precios muy por encima de los cierres de las sesiones anteriores que provocaron, al ejecutarse, un fuerte incremento en la cotización”²⁷².

Los recurrentes alegan que se han violado los principios de tipicidad y legalidad, presunción de inocencia, y proporcionalidad de la sanción.

En relación al volumen de compra, los recurrentes señalan que estos no son relevantes para el mercado. El tribunal responde que si bien las condiciones del mercado son relevantes (cual porcentaje se ha transado), ello no desvirtúa la conducta en que han incurrido. Pues se debe considerar al respecto: “la posición dominante sobre la demanda del valor, la realización de operaciones de compra ordenadas a precios crecientes respecto de las cruzadas en mercado en momentos inmediatamente anteriores, la intervención en momentos concretos de la negociación –subastas de apertura y cierre- especialmente relevantes a efectos de la determinación de precios de referencia así como, finalmente, la inversión de la tendencia bajista del mercado en el periodo considerado”²⁷³, pues todo ello contribuye a falsear la libre formación del precio del valor.

²⁷² *Ibíd.*, p. 5

²⁷³ *Ibíd.*, p. 6

En cuanto a la tipicidad y legalidad, los recurrentes señalan que la administración ha tenido una interpretación extensiva del art. 83 ter. de la ley de mercado de valores, pues pese a una subida infrecuente en el valor de las acciones, no existen transacciones sobre bases erróneas o engañosas. Tal y como lo ha señalado en otras ocasiones el tribunal, pese a que la compra de autocartera no es ilícita en sí misma, puede contribuir a generar indicios falsos sobre dichos valores. En el caso en cuestión, no se percibe una finalidad clara de la compra de acciones de propia emisión, al mismo tiempo que la conducta resulta idónea para fijar el precio del valor en determinado nivel, lo cual es precisamente lo que prohíbe la Ley.

2.1.2. Tribunal Supremo Sala Penal²⁷⁴.

No son muchos los casos que han llegado a dichas instancias, sin embargo, aquéllos que si lo han hecho, tratan el tema de manipulación de precios de manera tangencial a otros delitos penales, por lo que no resulta muy esclarecedor respecto de cómo funcionan las sanciones a este nivel en España. De todas formas, su análisis resulta necesario para aproximarnos a una conclusión sobre las sanciones aplicables a este tipo de delitos.

2.1.2.1. Caso Banesto²⁷⁵.

Este caso es uno de los más bullados en España en cuanto a corrupción empresarial, el cual terminó con la condena penal de los responsables del Banco Español de Crédito (“Banesto”), principalmente, por delito de estafa y apropiación indebida. Resulta relevante para nuestro estudio en particular, por el hecho de que pese a no tratar el tema directamente, sino de manera tangencial, aclara que el delito de estafa puede ser subsumido por el delito de maquinaciones para alterar el precio, siempre que se cumpla con las otras características del tipo (medios de comisión: uso de información, violencia, amenaza, etc; e intencionalidad). Ahora

²⁷⁴ El sistema judicial español está en vías de remodelación, por lo que no se encuentra jurisprudencia de todas las provincias. De las analizadas, ninguna tenía información sobre el objeto de esta investigación a niveles inferiores al del tribunal supremo.

²⁷⁵ ROJ: STS 8984/2002 N^o Recurso: 2038/2000 y resolución 867/2002. Disponible en World Wide Web: <<http://www.poderjudicial.es/search/doAction?action=contentpdf&database=TS&reference=527638&links=Banesto%20Y%20art%EDculo%20284%20C%F3digo%20Penal&optimize=20070419>> [Última visita 14 Diciembre 2011]

bien, ésta es la interpretación que le ha dado la jurisprudencia española, pues bien se podría considerar que la redacción del artículo 284 CP Español apunta a las distintas formas a través de las cuales se puede incurrir en alteraciones del precio, mas ellas no serían copulativas. Se podría considerar que dicho precepto separa por comas las distintas conductas: “difundiendo noticias falsas, empleando violencia, amenaza o engaño, o utilizando información privilegiada, intentaren alterar los precios”, más el tribunal ha sostenido, como veremos a continuación, que tienen que darse conjuntamente con una intención.

Todo comienza durante 1993, año en el cual la morosidad de clientes de los bancos era excesiva, por lo que Mario Conde, Gerente de Banesto, decide expandir los créditos para así generar apariencia de liquidez. Sin embargo, no sería el único hecho que desata esta gran crisis del Banco que terminó con la intervención por parte del Banco Nacional.

Dentro de las conductas en las que incurre, podemos mencionar, primero, que Mario Conde, como Administrador del banco, decide retirar, sin autorización previa del directorio, una suma de 300 millones de pesetas para fines ajenos al giro de la sociedad. Además, Banesto poseía parte de la propiedad de cementeras, la cual compartía con la familia Serratos y procede a enajenar sus acciones a precios menores a los de mercado para evitar plusvalías fiscales. Lo que se da en este caso, es definido por el tribunal como delito de “apropiación indebida”.

Por otra parte, Banesto mantenía relaciones comerciales con el grupo “Dorna”, a quienes encomienda realizar una valoración económica de determinados activos del Banco a cambio de una suma de 1.000 millones de pesetas. El grupo, a su vez, tenía participación en medios de comunicación. Más tarde, Banesto decide invertir en el grupo “Dorna”, adquiriendo parte de su propiedad y financiando el proyecto del Centro Comercial “Concha Espina” a través de un crédito de 550, 750 y 2.700 millones de pesetas, en distintas oportunidades. Procediendo luego a enajenar la participación basados en un informe realizado por datos aportados únicamente por la parte vendedora. Estas acciones han sido tildadas por el tribunal como estafa.

Asimismo, se sostiene que realizó conductas fraudulentas, defraudando principalmente a los dueños de otras sociedades con las cuales realizaba transacciones o negocios. Por dichas

conductas, el tribunal de primera instancia impuso las sanciones correspondientes a delito de estafa y apropiación indebida.

Frente a dicha decisión, se imponen diversos recursos por parte del Ministerio Fiscal y de particulares. Para efectos de nuestra investigación es relevante el recurso presentado por los accionistas de Banesto, pues reclaman que procede la infracción al artículo 284 Código Penal Español, por maquinaciones para alterar el precio de las cosas. Sostienen que para incurrir en dicho delito es necesario la concurrencia de otros aspectos además de la alteración concreta de los precios, como son: “difundir noticias falsas, empleando la violencia, amenaza o engaño, posiblemente con falsedad para tal engaño, conduciendo a error”²⁷⁶. Se trataría de un delito complejo, compuesto por otros delitos utilizados como instrumentos para conseguir la alteración, por tanto, como sostiene el artículo 8.3 del actual Código Penal, se debe aplicar la norma más amplia, la cual absorberá mayor cantidad de infracciones, lo que no ha sido considerado en el fallo de primera instancia.

Para resolver, el tribunal considera la diferencia de la redacción del artículo 284 del Código Penal, con la norma que lo contenía en el antiguo código. Concluye, que el tipo exige la concurrencia de medios que son en sí mismos delictivos, como son la violencia y la amenaza, los cuales no aparecen probados en el caso en cuestión. En otras palabras, lo que hace el tribunal es considerar que los medios enumerados en la norma son copulativos, es decir, deben concurrir de forma conjunta para caer en el tipo, aspecto que ha sido discutido por la doctrina –tal como hemos analizado con anterioridad-.

Ahora bien, se sostiene que pese a que concurre el uso de información falsa e información privilegiada, no se prueba el dolo directo y específico de forzar al alza o a la baja los precios, sino el de enriquecerse personalmente, ya que señala que no se observa la existencia de maniobras especulativas dirigidas directamente a alterar el precio, por lo que desestima dicho punto del recurso. Aquí lo que hace el tribunal, es establecer que uno de los aspectos del tipo es el dolo directo de generar alteraciones en el precio (a diferencia de cómo es considerado en sede administrativa, donde puede ser dolo indirecto e inclusive eventual, sin importar el resultado concreto).

²⁷⁶ *Ibíd.*, p.182

De esta forma, resulta relevante también, el hecho de que para incurrir en el delito en cuestión se requiera de dolo directo como parte del tipo, aún cuando en sede administrativa este ilícito es sancionado inclusive por dolo eventual y conducta negligente. Esto podría fundarse en el rol de *última ratio* que tiene el derecho penal en un estado de derecho, y la diferencia entre cuando se sanciona la intención “intentaren alterar los precios”, y el resultado: “toda persona que directa o indirectamente utilice o suministre alguna información relevante para la cotización de valores (...)”²⁷⁷ cuando el beneficio supere los 600 miles de euros²⁷⁸. En virtud de lo anterior podríamos concluir que el dolo directo es requisito del tipo cuando se sanciona la intencionalidad y no lo es cuando se sanciona el resultado –sólo en caso de información privilegiada-, pese a que esto es sólo una aproximación de cómo debería fallar la corte.

Pese a todo lo anterior, si se lograra probar el beneficio obtenido por el Banco Banesto, se podría haber alegado la subsunción de los delitos por los cuales estaba procesado, en el ilícito establecido en el artículo 285 CP Español, por transar con información reservada.

2.1.2.2. Caso KIO²⁷⁹.-

Nuevamente, nos encontramos ante un caso donde la interpretación del artículo 284 del Código Penal, obliga al tribunal a concluir que la única forma de incurrir en la conducta sería a través de una intención directa de manipular los precios. Ello resulta contraproducente si consideramos que el bien jurídico protegido es la confianza en el mercado, pues si para incurrir en otra conducta se considera necesario alterar la formación de precios, existe suficiente dolo como para sancionarlo por ello, ya que, de todas formas, se está afectando la transparencia del mercado y con ello la fe que el público tiene en el mismo. Por eso resulta tan interesante analizar el caso que presentamos a continuación.

²⁷⁷ TOVAR, Nuria, *Op. Cit.* (nº11) p.18

²⁷⁸ Artículo 285 CP Español.

²⁷⁹ ROJ: STS 5843/2007 N□ Recurso: 1746/2006 y resolución 600/2007 Disponible en World Wide Web: <<http://www.poderjudicial.es/search/doAction?action=contentpdf&datasematch=TS&reference=284430&links=KIO%20Y%20art%EDculo%20284&optimize=20071213>> [Última visita: 14 Diciembre 2011]

El demandado en el caso es KIO que es la agencia oficial de inversiones de Kuwait, la cual desde 1984 tiene presencia en España en la industria papelera. Se logra acreditar que esta agencia compra la Compañía Papelera INPACSA, y luego adquiere el 24,9% de Torras Hostench S.A, de la cual pasan a formar parte los antiguos administradores de la primera. KIO comienza a actuar en España a través de Torras, pasando a formar un verdadero holding, denominado Grupo Torras.

En Agosto de 1990 Irak invade Kuwait, lo que posteriormente generó la guerra del golfo. Como consecuencia del impacto que esto generó en Kuwait, Baltasar, Presidente de KIO renuncia en 1992, quedando como Presidente José Ramón. En diciembre de dicho año se declara la suspensión de pagos del Grupo Torras. En adelante, KIO hace sus inversiones en paraísos fiscales e invierte en España a través de sociedades con domicilio en dichos lugares (Antillas holandesas y Suiza).

A. Prima inmobiliaria:

Para hacerse de las acciones minoritarias del Grupo Torras, KIO las compra a través de una de las sociedades holandesas, otorgando como parte del pago, acciones en la sociedad Prima, de propiedad de la misma. Tras la oferta pública de acciones y la adjudicación del 32,92% del Grupo, KIO quiso adjudicarse la propiedad de Prima, pero como la Ley de mercado de valores se lo impedía lo realizó a través de distintas sociedades “pantalla”.

B. Okathorn:

“En 1989, altos directivos de KIO de Londres, que no están siendo enjuiciados, se pusieron de acuerdo con Isidro –vicepresidente de KIO- para hacerse con fondos del GRUPO TORRAS en su beneficio, utilizando sociedades instrumentales, a las que debían transferirse importantes cantidades de dinero, so pretexto de préstamos, cuya no devolución después habría de ocultarse en la contabilidad”²⁸⁰. Para simular la devolución de los préstamos, se vendían los activos del Grupo a través de otra sociedad instrumental.

²⁸⁰ *Ibíd.*, p. 6

C. Príncipe:

Tras la invasión a Kuwait, los directivos de KIO aprovechando esta situación, so pretexto de “pagos de guerra” realizaron depósitos bancarios a modo de garantía, como préstamo a las sociedades holandesas. Estos depósitos alcanzaban los 300 millones de dólares, los cuales en definitiva quedaban a libre disposición de los directivos.

Así mismo, se realizaron otros actos fraudulentos a través de otras sociedades, lo cual culminó en una demanda del Grupo Torras contra sus anteriores administradores y KIO. El Tribunal de Jurisdicción General condena a los administradores por el delito de apropiación indebida de manera continuada y por delito continuado de falsificación de documentos, imponiendo una pena de presidio de 1 a 4 años, y multas de 5.000 a 6.000 euros.

En lo que a nosotros nos interesa, el Grupo Torras presenta recurso contra la resolución relativa a Prima inmobiliaria, por inaplicación del artículo 284 del Código Penal Español, presentando como argumento:

“aunque la cotización de la sociedad Prima Inmobiliaria S.A. fue mantenida artificialmente durante dos años consecutivos, como consecuencia del plan diseñado por los acusados y en cuya ejecución emplearon fondos de Grupo Torras, que resultó perjudicada por la operación, la sentencia recurrida les absuelve al estimar, entendemos que de forma equivocada, que tales hechos no serían constitutivos de un delito de maquinación para alterar el precio de las cosas”²⁸¹.

El tribunal para resolver, nuevamente se ha basado en la redacción que antiguamente tenía este precepto, señalando que es necesaria la concurrencia de un elemento subjetivo que consiste en “la especial malicia o animus del agente que obra con la finalidad de conseguir por los medios astutos o violentos la alteración de los precios naturales o legales”²⁸², lo cual se condice con la redacción actual del artículo 284 del Código al señalar que con la conducta se debe intentar alterar el precio. El tribunal establece que en el caso concreto, no existía el objetivo directo de alterar el precio de las cosas, sino que buscaba eludir la normativa vigente. Además señala que no hay una causalidad con la caída de los precios de las acciones al terminar la

²⁸¹ *Ibíd.*, p. 36

²⁸² *Ibíd.*

compra por el Grupo, ya que perfectamente podría haberse generado por la crisis que padecían las empresas mobiliarias en ese momento, por lo que no cumple con el requisito de causalidad.

Se desestima el recurso, no sólo por no concurrir el elemento subjetivo, sino también, porque la redacción actual del precepto señala la necesidad de concurrencia de violencia, amenaza y otros, considerándolo de la misma manera que lo hizo el tribunal en el caso analizado anteriormente.

Este caso trata el tema sólo de manera tangencial, pues no cumple con los requisitos del tipo. De todas formas, su análisis nos permite concluir que jurisprudencialmente el dolo directo es un elemento del tipo, sin el cual no se constituye el delito. Ello resulta coherente con la obligación de los Estados Miembros a sancionar las conductas intencionales con sanciones penales, establecida en la última propuesta de la UE para señalar las sanciones del abuso de mercado.

2.1.2.3. Caso Adjudicación de obras públicas²⁸³.

Este caso no versa sobre manipulación de precios en el mercado de valores, sino que, versa sobre el cohecho y fraude en la adjudicación de obras públicas, sin embargo, hace alusión al artículo 284 del Código Penal, de manera que nos ayuda a esclarecer su significado. Sobre todo resulta relevante el hecho de que aquí el dolo no requiere intención directa de manipulación; ésta puede ser el resultado o el elemento necesario para incurrir en otra conducta.

En el caso en cuestión se adjudica –por parte de la municipalidad y el concejal de urbanismo- la construcción de obra pública a la constructora “Morales y Catalán S.A”, procedimiento que no sólo viola las normas de adjudicación, sino que en dicha construcción se fijan precios que resultan excesivos. Con motivo de esto último, cuya tipificación se encuentra en el artículo 284 del Código Penal, se sanciona al concejal de urbanismo a un año de prisión y

²⁸³ ROJ: STS 3167/2004 N

ludónR.575/2004 72603 nyde rus World Wide

Web:

<<http://www.poderjudicial.es/search/doAction?action=contentpdf&database=TS&reference=1467455&links=adjudicaci%F3n%20obras%20p%FAblicas%20Y%20art%EDculo%20284&optimize=20050421>

> [Última visita: 14 Diciembre 2011]

una multa de 1.202 euros. El concejal interpone recurso fundado en que no corresponde la aplicación de dicho precepto.

El tribunal señala que el ilícito es un delito de simple actividad, cuyo bien jurídico protegido no es una persona, sino “la libre formación de los precios según las leyes del Mercado”²⁸⁴, lo cual habría sido impedido al momento que se adjudicó la obra pública a empresas concertadas de propiedad de un amigo del concejal.

Lo relevante es lo que señala en relación a la doble incriminación que se puede dar por conformar al mismo tiempo un ilícito administrativo:

“La doble incriminación penal y administrativa obliga a determinar cuándo se aplicará la primera, que en todo caso es preferente. La pauta para ello está precisamente en los medios empleados para desplegar la actividad ilícita, es decir, la difusión de noticias falsas, el empleo de amenazas o engaño o como con mayor precisión señala el texto vigente, además de lo anterior, utilizar información privilegiada, suprimiendo la referencia genérica y por ello insegura a usar de cualquier otra maquinación”²⁸⁵.

En el caso en cuestión, concurre el medio comisivo de engaño y el objeto de la actividad, pues mediante la apariencia de legalidad se alteraron las leyes del mercado para la fijación de precios, impidiendo que otras empresas participaran en la licitación. En este punto, es bueno recordar, que en España se diferencian dos tipos de ilícitos, dependiendo de la concurrencia de medios engañosos para la comisión, por ende no existiría un *non bis in ídem* claro, de todas formas el tribunal considera que en caso de coexistencia de sanciones debe primar la sanción penal –tal como ya lo estudiamos en el capítulo segundo-.

A diferencia de los casos anteriores, aquí se reconoce claramente que basta uno de los medios comisivos más el dolo para que se constituya el ilícito de alteración de precio de las cosas. Sin embargo, lo más importante de este fallo, es que señala que en caso de doble incriminación, se debe aplicar primero el derecho penal, por sobre el administrativo.

²⁸⁴ *Ibíd.*, p. 9

²⁸⁵ *Ibíd.*, p.10

2.1.3. Conclusiones.-

No son muchos los casos que versan sobre manipulación de precios en el mercado de valores y a nivel de ilícito penal, ello sólo es tratado de manera tangencial, mas, por lo general, el caso tiende a resolverse por otros ilícitos.

En sede administrativa, los casos analizados versan sobre la recompra, conducta permitida por la ley, pero que en muchos casos se traduce en manipulación de los valores. Así mismo lo ha advertido para la UE la Directiva 2003/124/CE al señalar que constituyen comportamientos manipuladores basados en indicios falsos, las operaciones que no representan cambios en la propiedad de un instrumento financiero²⁸⁶ y el Reglamento 2273/2003, que establece las condiciones que se deben cumplir para poder realizar operaciones de recompra, dentro de las cuales se encuentra la limitación de 25% de volumen medio diario y que la transacción sea a valor de mercado²⁸⁷. Las sanciones tienden a ser meramente de multa, la cual debe ser proporcional con la gravedad, y se aplicará no sólo a la sociedad, sino también a los administradores en caso que exista negligencia, puesto que los estándares de conducta exigibles son mayores, y basta el dolo eventual.

En cuanto al ilícito penal, éste parece tener menos asidero en la jurisprudencia, la cual se ha pronunciado muy pocas veces a su respecto. De los casos estudiados, dos de ellos desestimaron que se tratara de alteración de precios, por no cumplir con dos requisitos del tipo:

1. Elemento subjetivo: Se exige por la jurisprudencia la concurrencia de dolo directo, para configurar el tipo de alteración de precios, pues al ser la intención lo que se sanciona, sin considerar el resultado, no podría existir sanción sin la voluntad de producir dicha alteración. En otras palabras, el artículo 284 del Código Penal exige conducta dolosa directa (de alterar los precios) y no eventual como la ley de mercado de valores.
2. Concurrencia de los medios de comisión: el artículo 284 CP señala que esta intención de alterar el precio debe producirse por conducta engañosa, violenta, amenaza, utilizando información falsa o privilegiada.

²⁸⁶ Artículo 4 Directiva 2003/124/CE.

²⁸⁷ Artículo 5 Reglamento 2273/2003.

En el tercero de los casos se sanciona por el ilícito con prisión y multa, sin embargo, no constituye un patrón, por ser un caso aislado y no tratarse del mercado de valores.

2.2. Jurisprudencia del Reino Unido.-

Tal como ya hemos enunciado, el órgano encargado de imponer sanciones a las conductas abusivas de mercado, es la FSA, por ende, a continuación revisaremos los pronunciamientos que ella ha tenido al respecto, específicamente aquéllos referidos a la manipulación de precios en el mercado de valores. Al mismo tiempo que revisaremos la jurisprudencia del Tribunal de Finanzas y Mercado respecto de las decisiones controvertidas de la FSA.

2.2.1. Case Law de la FSA.-

La FSA como autoridad encargada del correcto funcionamiento del mercado –de forma muy similar a nuestra SVS- está encargada de imponer multas a modo de sanción para evitar la comisión de nuevos ilícitos. Estas multas pueden ser de montos muy variados, tal como revisaremos a continuación.

2.2.1.1. Caso Royal Dutch/Shell Group²⁸⁸.-

El año 2004, la FSA impone sanción de 17 millones de libras esterlinas -\$20.263.731 euros-, al Grupo conformado por Royal Dutch/Shell Group, basado en el abuso de mercado en el que habría incurrido Shell, el cual habría sido particularmente grave. El caso resulta relevante para nuestro estudio en cuanto la jurisprudencia confirma los requisitos establecidos por la doctrina para incurrir en manipulación de precios basado en información: (1) conocimiento de la falsedad de la información –en el caso se comunica a los agentes que la información no es la adecuada y de todas formas siguen comunicándola- y (2) la capacidad de alterar los precios.

²⁸⁸ EC3A 7EE de 24 de Agosto de 2004. Disponible en World Wide Web: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/final/shell_24aug04.pdf> [Última visita: 15 Diciembre 2011]

La conducta de Shell comienza en 1997, cuando reporta el lineamiento de los proyectos para los años venideros y el balance del año anterior, ello para cumplir la normativa de entrega de información que establece Reino Unido. Para esto emitió guías revisadas donde se demostraba la existencia de reservas probadas, las cuales se estimaban de 145.5 millones de barriles equivalentes de petróleo (“boe”). Además, las reservas probadas calculadas para 1997 incluían una incorrecta “revisión” de más de 550 boe relacionados con Gorgon, un campo de gas subdesarrollado en la costa Norte de Australia.

En 1998 Shell contrata a un equipo de creación de valores, el cual se encargó de crear el máximo valor de las reservas de hidrocarburos de Shell. Para septiembre de ese año se volvieron a emitir guías, de las cuales resultó una sobrestimación de las reservas probadas de 940 millones de boe. Algo similar se dio en Nigeria, donde se sobrestimaron las reservas en 1999, basados en supuestos de mejoras en la economía y otras suposiciones improbables. En el fondo todas las estimaciones se basaban en información inexistente.

De esta forma, entre 1997 y 2000 se realizaron una serie de comunicaciones sobre las reservas de petróleo que estaban absolutamente sobrevaloradas y no contaban con una base firme. De tal manera, que entre lo estimado en 1997 y la verdadera reserva en 2000, existía una sobrevaloración de 1.950 millones boe.

Estas conductas, parecen fundarse en la necesidad de aumentar las inversiones en la empresa, de tal manera que Oman, de la cual provenía indirectamente el 34% del petróleo de Shell, con posterioridad transara mayor cantidad de petróleo.

Al momento en que la SEC intervino –dado que Shell también tenía acciones en el mercado norteamericano- Shell debió rectificar sus declaraciones previas, informando del verdadero valor de sus reservas. En la guía del año 2001 señaló que las reservas probadas alcanzaban un volumen de 2.300 millones boe, muy lejanas a los 20.000 millones boe presentados como reservas probadas. De esta manera, Shell realiza un último anuncio en 2004, para señalar que todas las expectativas de boe, no se cumplirían, ni se habían cumplido en el

pasado –desde 1997 a 2002-, lo cual generó una caída de las acciones equivalentes al 7,5%, lo cual, a su vez, redujo la capitalización de mercado en \$2.9 billones de libras.

La FSA considera que Shell ha dado indicios falsos o engañosos al mercado, en cuanto al valor de las acciones transadas en Reino Unido. En otras palabras, ha incurrido en abuso de mercado basado en: (a) El hecho de tratarse de valores transados en el mercado de Reino Unido y (b) La capacidad de las declaraciones de influir en una persona normal que transa en el mercado, de tal manera de inducirla a transar de una manera distinta a cómo lo habría hecho ante la inexistencia de las mismas.

Para establecer la pena apropiada, la FSA se basa en el capítulo 14 –actual 15- del manual de sanciones²⁸⁹, sin embargo, al ser el primer caso de manipulación basado en información falsa y engañosa, señala que el mismo debe ser tenido en consideración.

La FSA considera que las acciones de Shell fueron particularmente serias y ameritan una penalización sustancial porque (1) anunció falsas reservas demostradas y niveles de remplazo de reservas al mercado en el periodo entre 1998 y 2003 inclusive, (2) Dicha información falsa o confusa no fue corregida hasta una serie de anuncios entre el 9 de Enero y el 24 de Mayo del 2004 en que Shell anunció la recategorización de 4470 millones de barriles de equivalente petróleo, siendo aproximadamente 25% de las reservas demostradas de Shell, (3) Los anuncios falsos o confusos fueron hechos a pesar de indicaciones y advertencias desde el 2000 al 2003, (4) Siguiendo a su primer anuncio de recategorización de reservas demostradas el 9 de Enero del 2004, el precio de las acciones Shell cayó de 401p a 371p (7.5%). De tal manera, que en dicha fecha, la negociación de sus acciones representaron más del 10% del volumen total de acciones negociadas.

De todas formas, el nivel de la sanción financiera refleja el alto grado de cooperación que Shell ha demostrado a la FSA durante la realización de esta investigación –sin la cual, la penalización sería aún mayor-. De tal manera que, sin la cooperación de Shell, la FSA no habría

²⁸⁹ Disponible en World Wide Web: < <http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp65.pdf>> [Última visita: 16 Diciembre 2011]

sido capaz de concluir su investigación sobre los complejos hechos factuales y extensos documentos y evidencia oral en tan poco tiempo.

Este caso, demuestra la típica manipulación basada en información fuera del mercado, lo que se hizo fue engañar a la gente sobre los verdaderos volúmenes de petróleo, para que pensarán que Shell tenía un buen futuro y una buena reserva, de tal manera que aumentarían o mantuvieran sus inversiones. Dicha actuación fijó el precio a un nivel artificial –desconectado con la verdadera información-, de tal manera que, al momento de comunicarse los valores reales, el precio de las acciones cayó abruptamente, afectando no solo a los inversionistas directos, sino también al mercado en general.

2.2.1.2. R v Rigby, Bailey and Rowley²⁹⁰.-

Este caso es el primero y único en el que se ha impuesto una sanción penal por manipulación de precios en el Reino Unido. Sin embargo, principalmente, se trata de una medida ejemplificadora para demostrar la gran voluntad que tiene la FSA de proteger el mercado de prácticas fraudulentas. Su relevancia descansa en que efectivamente se impusieron penas privativas de libertad por alteración de precios en el mercado de valores, sin embargo, el caso no parece haber sentado mucho precedente, ya que no se ha vuelto a condenar de manera similar por dicha conducta.

De esta forma, el 18 de Agosto de 2005, el jurado condena a Carl Rigby, por realizar declaraciones engañosas, falsas o fraudulentas, lo cual atenta contra la sección 397 (1) de la FSMA. Además se condena a Gareth Bailey por realizar un pronóstico o promesa engañosa dentro del mercado, y por último absuelve a Alistair Rowley. Todos ellos eran directores de GIT, empresa de software que cotizaba en bolsa.

²⁹⁰ Este caso no se encuentra completo, por la confidencialidad de las condenas penales en reino Unido. Por ello, se basa en una publicación de prensa que ha realizado la FSA. FSA/PN/091/2005 de 18 de agosto 2005. Disponible en World Wide Web: <<http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2005/091.shtml>> [Última visita: 18 Enero 2012].

Los individuos fueron acusados de realizar declaraciones en el mercado con conocimiento de su falsedad, que atenta contra el artículo 397 (1) (a) lo cual inducía a error dentro del mercado, contrario al artículo 397 (1) (c). Ello se habría dado a través de la comunicación que Rigby y Bailey habrían realizado el 2 de Mayo de 2002, afirmando que tanto el volumen de los negocios y las ganancias de GIT eran acordes a las expectativas que se tenían. Para acreditar lo anterior, habrían señalado que el beneficio previsto de 6.7 millones de libras correspondía a tres contratos que habían firmado con diversas empresas, todos ellos inexistentes en la práctica.

Tras dicha declaración, el 31 de Mayo del mismo año, señalan que la información no era correcta, pues uno de los contratos no habría sido confirmado, lo que significaba un déficit de 1.1 millones de libras y que los gastos no podían ser cubiertos por falta de crédito disponible dentro de la sociedad. La declaración hizo que el precio de la acción bajara de 492.5p a 96.5p. Más tarde el 13 de junio de 2002, se anuncia que GIT no iba a publicar sus balances, pues existía un déficit mayor al que se había comunicado, por no haberse logrado otro de los contratos por 2.5 millones de libras, de esta forma el precio de las acciones llegó a 38.5p.

Todo lo anterior llevó a la FSA a concluir que era necesaria una sanción penal, declarando que: "este caso demuestra la voluntad de la FSA y la capacidad de tomar todas las medidas necesarias para el cumplimiento de su objetivo de mantener la confianza del mercado, incluida la persecución penal contra las personas, en su caso"²⁹¹. Por ello impone penas de prisión de 3 años a Rigby (la cual en apelación es reducida a 18 meses) y 2 años 9 meses a Bailey (que fue rebajado a nueve meses). De todas formas, cabe destacar que el hecho de no haberse impuesto penas privativas de libertad con anterioridad, les juega a favor a los imputados, ya que parece ser una medida desproporcionada con el delito cometido.

2.2.1.3. Caso Mr. Kahn²⁹².-

²⁹¹ Íbid. p.1

²⁹² E14 5HS de 24 de Mayo de 2011. Disponible en World Wide Web: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/final/samuel_nathan_kahn.pdf> [Última visita: 15 Diciembre 2011]

Este caso resulta relevante, principalmente, por el monto de la multa impuesta. En doctrina ya habíamos revisado que no existen límites para la imposición de sanciones pecuniarias en el ámbito de abuso de mercado, sin embargo, la existencia de la Decision Procedures and Penalties Guide²⁹³ (“DPPE”) significa un gran corrector a dicho problema. Al mismo tiempo, es interesante que la sanción conste de dos partes, primero la devolución del beneficio obtenido, y segundo la pena por infringir la norma, que se mide en virtud de dicho beneficio –o en caso que ello no sea posible, en virtud del patrimonio de la firma-.

Todo comienza en Abril de 2011, cuando la FSA, en conformidad a lo dispuesto en el artículo 123 de la FSMA, impone una sanción pecuniaria de \$1.094.900 libras –equivalentes a \$1.246.896 euros-, a Samuel Kahn, por participación en abuso de mercado. Dicha cifra se descompone en \$210.563 a modo de devolución de los beneficios obtenidos, y el restante es imputado a pena propiamente tal.

Entre Marzo y Abril de 2010, el Sr. Kahn habría realizado un esquema por el cual, él en conjunto con otros agentes, colocaban repetidamente órdenes a nombre de una compañía y una sociedad benéfica,, para comprar y vender acciones de Global Brand Licensing (“GBL”). Para ello, ofertaba para comprar acciones de GBL a su nombre, y además, coordinaba órdenes de compra entre privados. Todo esto lo realizaba con el objetivo de inflar las acciones de manera artificial.

El esquema en cuestión provocó que las acciones de GBL, que en marzo se cotizaban a 2 peniques, alcanzaran los 5,25 peniques el 20 de abril del mismo año. En virtud de lo anterior, el Sr. Kahn que negociaba a su nombre y al de la empresa que era de su propiedad, obtuvo un beneficio cuantificado en \$210.563 libras.

La conducta descrita caería en el tipo del artículo 118 (2)²⁹⁴ de la FSMA, pues ella no sólo proporciona indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta y demanda de los valores transados, sino también, fija el precio a un nivel artificial.

²⁹³ Disponible en World Wide Web: < <http://www.fsahandbook.info/FSA/html/handbook/DEPP>> [Última visita: 15 Diciembre 2011]

²⁹⁴ 118 (2) FSMA: “Las condiciones son que:

Para establecer la sanción, la FSA se ha basado en la DPPE en cuyo apartado 6.5 establece los cinco pasos para imponer una sanción a una firma (A) y a persona natural (B)²⁹⁵. En virtud del primer paso, se obliga a Kahn a devolver el beneficio directamente obtenido. En cuanto al segundo, la FSA considera que la conducta es muy grave, ya que ha sido deliberada, ha generado beneficios, ha afectado el correcto funcionamiento del mercado, y su mala conducta ha sido reiterativa; en virtud de tal estimación, -muy grave- se debe multiplicar el beneficio por tres, lo que da como resultado \$631.689 libras. En la tercera etapa, se considera que existen agravantes en virtud de la reiterada mala conducta de Kahn, por lo que considera necesario aplicar una elevación de un 100% a la cifra obtenida con anterioridad, alcanzando los \$1.263.379 libras. En el cuarto paso no se realizan aumentos, pues se considera que la sanción es suficientemente disuasiva. Por último, como el Sr. Kahn ha acordado resolver tempranamente la investigación de la FSA, califica para un descuento de 30%, llegando a la cifra final.

De esta forma, la sanción se descompone en dos, una devolución del beneficio obtenido, lo cual se asimila a la restitución de perjuicios del derecho civil; y la sanción propiamente tal, la cual, ahora, tiene un estándar para ser proporcional con la conducta, pues pese a no tener límites (la multa) al menos obedece a un patrón que protege al regulado de la discrecionalidad judicial, así, se disminuye la discrecionalidad de la FSA al mínimo, pues el ámbito subjetivo (si es o no disuasiva) es muy pequeño. Sin embargo, no podemos dejar de mencionar, que esto puede ser al mismo tiempo peligroso, ya que los montos podrían ser demasiado bajos para el verdadero peligro que significa la alteración de precios en la estabilidad del mercado.

(a) el comportamiento se base en información que no suele estar disponible para aquellos que utilizan el mercado, pero que, si estuviese disponible para un usuario normal del mercado, sería o podría ser considerada por él como relevantes al momento de decidir las condiciones en que transacciones en las inversiones de este tipo en cuestión debe llevarse a cabo;

(b) el comportamiento posiblemente puede dar a un usuario regular del mercado una impresión falsa o engañosa en cuanto a la oferta o la demanda de, o en cuanto al precio o valor de las inversiones de la especie en cuestión;

(c) un usuario normal del mercado, o es probable que, respecto de la conducta como un comportamiento que, o es probable que, distorsionan el mercado de las inversiones de la clase en cuestión”.

²⁹⁵ 1. Restitución. 2. Gravedad de la Infracción. 3. Circunstancias agravantes y atenuantes. 4. Ajustar monto para que tenga efecto disuasivo. 5. Descuento por eventual arreglo. Disponible en World Wide Web: <<http://www.fsahandbook.info/FSA/html/handbook/DEPP/6/5B>> [Última visita: 15 Diciembre 2011]

2.2.1.4. Caso de Mr. Alexander²⁹⁶.-

El caso en cuestión recalca la importancia de la posición de mercado que debe tener el manipulador, pues lo relevante es que su conducta sea idónea para manipular los precios. Respecto al mismo, cabe destacar que la FSA considera que la finalidad de la sanción, si bien considera el beneficio obtenido, es más bien prevencionista, pues busca evitar la perpetración de la conducta manipuladora.

Así, la causa se falla en Abril de 2011, cuando la FSA impone sanción de censura – prohibición de ejercer cualquier función relacionada a actividades reguladas- y multa de \$700.000 libras y restitución de \$322.818 a las empresas afectadas, a Michael Alexander en virtud de conductas manipulativas dentro del mercado de valores.

Mr. Alexander era un corredor de bolsa independiente, quien entre Enero y Mayo de 2010 diseñó una estrategia para influir a su favor en los precios de Contracts for Differences (“CFD’s”), difundiendo demandas al por menor de dichos productos. De esta forma, transaba a su propio nombre a través de una cuenta de acceso directo al mercado para reducir el spread oferta-demanda, con lo cual aumentarían las cotizaciones de los valores y así vender para obtener un beneficio.

En virtud de estas conductas, contrarias al artículo 118 (5) del FSMA, Mr. Alexander obtiene un beneficio neto de \$629.130 libras, de los cuales, la mitad ya ha sido reincorporada al sistema.

Para la FSA se trata de una infracción grave a la normativa de mercado, básicamente por la reputación que Mr. Alexander ostentaba dentro del mismo como corredor de bolsa, su comportamiento deliberado y reiterado durante más de 16 meses y la obtención de un beneficio económico considerable con su conducta.

²⁹⁶ E14 5HS de 14 de Junio de 2011. N
<http://www.fsa.gov.uk/pubs/final/alexander_barnett.pdf> [Última visita: 15 Diciembre 2011]

□ Referencia FS

En su articulado, para llegar a la pena apropiada, la FSA considera que tanto la sanción económica como la censura pública son para promover altos estándares de conducta dentro del mercado de valores, pero principalmente para evitar, primero, que quien incurrió en una conducta abusiva no lo vuelva a hacer, y segundo, desalentar a otros agentes del mercado a que incurran en dicha conducta²⁹⁷. Dichas sanciones, al mismo tiempo, protegerán la confiabilidad y eficiencia del mercado.

Además, la DPPE señala que al momento de determinar la sanción imponible se debe considerar al menos: naturaleza y gravedad de la conducta, grado de sofisticación de los usuarios del mercado, el tamaño y liquidez del mercado y la sensibilidad de éste ante los abusos de mercado. Este punto resulta relevante, ya que afirma la importancia de todos los elementos estudiados en el capítulo 2 del presente estudio, especialmente, del tipo de mercado más susceptible de manipulación, pues en caso de que su sensibilidad fuera baja, se requerirían mayores esfuerzos para lograr resultados manipuladores, de tal forma que el estándar de conducta podría ser más bajo. En otras palabras, la existencia de manipulación está determinada en parte por las condiciones del mercado en que la conducta se desarrolla.

2.2.1.5. Caso Jason Geddis²⁹⁸ .-

Este caso es relevante principalmente por dos hechos. El primero de ellos dice relación con que al momento de establecer la pena se consideren las sanciones disciplinarias que podría imponer una empresa y, cómo ello podría afectar al sujeto –en el caso en particular se considera que el hecho de estar desempleado es suficiente castigo-. En el fondo, se suman las dos sanciones, tal como estudiamos en el capítulo segundo, para determinar la pena más conveniente en este tipo de ilícitos. Y el segundo, que resulta aún más relevante, es el hecho de que señala que se puede incurrir en la conducta manipuladora aún a través de mera negligencia, pese a que con dicho motivo las penas serán atenuadas.

²⁹⁷ *Íbid.* p.10

²⁹⁸ SS12 9HD de 20 de Septiembre de 2011. Disponible en World Wide Web: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/final/jason_geddis.pdf> [Última visita: 15 diciembre 2011]

Así, el año 2008, el Sr. Geddis era un agente que transaba en la bolsa londinense de metales, empleado por la empresa Listed Product Group. Geddis, durante noviembre del mismo año, habría cometido abuso de mercado, construyendo una posición dominante a través de la rápida venta de contratos de corto plazo de entrega, utilizando dicha posición para aumentar los precios de los contratos a niveles sin precedentes.

Lo importante, es que el tribunal considera que en principio Geddis habría adoptado una conducta legítima de mercado –pedir prestado una serie de contratos en virtud de filtrar y determinar cuáles se podían vender en el mercado-. Sin embargo, esta estrategia habría sido abandonada rápidamente al ver los beneficios que se podían conseguir con la venta.

Tras su incursión en acciones fraudulentas, interviene la FSA imponiendo una restitución de \$30.000 libras a quienes fueran afectados y una pena de \$150.000 libras a la empresa. Sin embargo, el tribunal considera que la conducta del Sr. Geddis, más que tratarse de una estrategia abusiva de mercado, habría incurrido en un actuar negligente. En virtud de ello, de la falta de beneficio propio del sujeto, el escaso periodo de tiempo que duró el incumplimiento, la búsqueda de asistencia por parte del Sr. Geddis al notar que su conducta no se ajustaba a las normas, la ausencia de terceros que sufrieran pérdidas, comportamiento irreprochable y el hecho de que su propia empresa lo había sometido a procedimiento disciplinario y posteriormente despedido, sólo se le impone una censura pública.

2.2.2. Case Law del Tribunal de Finanzas y Mercado.-

Como ya hemos planteado, la FSA es la autoridad que regula y supervisa el ámbito financiero, por ende es ella la encargada de investigar en primera instancia las conductas abusivas de mercado, aún cuando las sanciones puedan ser administrativas o judiciales. La mayoría de los casos que conocen de abuso de mercado, versan sobre el uso de información privilegiada, como es el caso Baldwin v FSA²⁹⁹, por el cual se impone una multa de 25.000 libras a Baldwin y 24.000 libras a WRT.

²⁹⁹ UKFSM FSM026 (24 January 2006). Disponible en World Wide Web: <http://www.bailii.org/uk/cases/UKFSM/2006/FSM026.html> [Última visita: 29 Junio 2011]

A continuación revisaremos la escasa jurisprudencia del Tribunal de Finanzas y Mercado en el tema de manipulación de precios.

2.2.2.1. Davidson y Tatham v. FSA³⁰⁰.

Lo más relevante del caso que analizamos a continuación, es que consideran que el abuso de mercado podría considerarse como un ilícito penal, aún fundado en hechos ajenos a la FSMA. Esto es importante, no solo para aplicar los principios de dicho derecho, sino que también abre las puertas a la posibilidad de aplicar sanciones de prisión, aún cuando no estén tipificadas, ya que el Reino Unido se rige por el Common Law, del cual forman parte las resoluciones de los tribunales.

Los hechos que se logran probar son que Davidson, el accionista mayoritario -más no el director- de Cypotex PLC, junto con Howe y Tatham acordaron realizar ciertas compras que generaron indicios erróneos para aumentar el precio de las acciones de Cypotex. Con motivo de ello, la FSA decide imponer una multa de \$750.000 libras a Davidson, \$50.000 a Howe, y \$100.000 a Tatham.

El plan consistía en comprar acciones de propia emisión para completar la colocación y así tener una entrada más fácil al mercado por parte de Cypotex, incurriendo en manipulación de mercado a través de difusión de impresiones falsas y engañosas, según la definición del artículo 118 de la ley³⁰¹. Con motivo de dicho comportamiento, el precio de las acciones aumenta y pese a que el rumor no habría sido esparcido por ellos, sino por medios de comunicación, la FSA los acusa de no hacer nada para desmentir los supuestos.

³⁰⁰ KFSM FSM031 (16 de mayo de 2006). Disponible en World Wide Web: <<http://www.bailii.org/uk/cases/UKFSM/2006/FSM031.html>> [Última visita: 29 Junio 2011]

³⁰¹ Artículo 118 (2) FSMA: “Las condiciones son que -... (B) comportamiento de un usuario regular que de una impresión falsa o engañosa en el mercado en cuanto a la oferta o demanda de un valor, o el precio o calor de las inversiones (...).”.

Antes de comunicar su decisión, el tribunal trata de resolver algunos asuntos, el primero de ellos resulta relevante para efectos de esta investigación: “¿Es el abuso de mercado una infracción penal?”. El tribunal con anterioridad (2004) había señalado que si se podían levantar cargos criminales en virtud del artículo 6 de la convención de derechos humanos, que otorga el derecho a un juicio justo. A partir de la jurisprudencia de la Corte de Derechos Humanos, se establecen tres criterios para determinar si el acusado ha sido objeto de una acusación penal: (a) Derecho Interno: En el caso en cuestión, los tribunales penales no tienen jurisdicción respecto del abuso de mercado. (b) Naturaleza de la ofensa: si está determinado para toda la sociedad y no a un grupo específico, suele estar relacionado con materia penal y (c) Gravedad de la pena: Si existe una pena asociada, podría tildarse de criminal, aún cuando ésta sea de multa y no de cárcel. En el caso en cuestión se considera que:

“las disposiciones de las secciones 118 y 123 de la Ley se aplican al público en general, como lo demuestra el hecho de que la pena ha sido impuesta al Sr. Davidson que no es una persona regulada. La pena no se impone como un asunto disciplinario. También el tamaño de las sanciones impuestas a los solicitantes que son claramente de carácter sustancial, punitiva y disuasoria, más que de carácter compensatorio. Por estas razones, llegamos a la conclusión de que las sanciones por abuso de mercado son cargos criminales a los efectos de la Convención”³⁰².

En virtud de esto, se aplican los estándares penales, y será la autoridad quien deberá probar la culpabilidad.

Otro asunto relevante que trata el tribunal, es si la conducta es capaz de generar impresiones falsas o engañosas. Cuando el mercado no tiene la posibilidad de evaluar el precio en función de la demanda y la oferta, entonces existe manipulación, aún cuando el acuerdo en sí mismo, de haber sido publicado, no habría generado problemas –el punto es que si la información no es accesible para el mercado, se toman decisiones incorrectas, por eso decimos que hay manipulación-. En este caso, el ocultar dicha información, hace que los agentes creen que se ha realizado determinada conducta, cuando en verdad ello no se ha hecho.

Finalmente, el tribunal estima que en principio no se incurrió en manipulación de mercado por falta de pruebas por parte de la FSA, sin embargo, el acuerdo podía facilitar

³⁰² KFSM FSM031 *Op. Cit.* (n°289) p. 40

impresiones falsas o engañosas. Concluye que los acusados no tenían obligación de difundir el acuerdo, y que por tanto, no han dejado de observar las normas de comportamiento aplicables. De tal forma que al no existir una obligación de difusión, y no probarse por parte de la autoridad, la infracción a la norma, se acepta el recurso y absuelve a las partes.

Podríamos concluir, respecto a la consideración de la sanción como pena, que lo que se hace realmente es considerar que la facultad punitiva del Estado es una sola, y el criterio de distinción entre derecho penal y administrativo sancionatorio es el de gravedad. De esta forma, como las sanciones a la manipulación son muy graves, deben entenderse como penales. Ahora bien, en el caso en cuestión, se distingue entre sanción penal y civil, por lo que pareciera que entiende la sanción penal como única manifestación de la potestad punitiva del Estado, olvidando que el derecho administrativo sancionador es una manifestación de la misma, y su finalidad también es punitiva. Sea cual sea la razón, resulta relevante para nuestro análisis, por abrir las puertas a una sanción penal, que incluso en el futuro podría ser privativa de libertad.

2.2.2.2. Winterflood Securities Ltd & Ors v FSA³⁰³.

Este caso, establece que la intencionalidad no es un requisito del tipo, al no estar mencionado como tal en el artículo 118, por tanto bastará la conducta y el efecto para encontrarnos frente a abuso de mercado. Además, el caso, considera la distorsión en el mercado, es decir el “comportamiento que impide o probablemente impediría un adecuado funcionamiento de las fuerzas del mercado”³⁰⁴, como abuso complementario a las impresiones falsas o engañosas.

La causa inicia con la investigación de la FSA de las transacciones llevadas a cabo por Fundamental-E PLC Investment (“FEI”) entre Septiembre de 2003 y Julio de 2004, por abuso de mercado. En virtud de la acreditación de la conducta, impone sanciones de \$4 millones de libras a Winterflood, \$200.000 a Sotiriou y \$75.000 a Robins. Sin embargo, ellos apelan ante el tribunal, por faltar una de las condiciones de abuso de mercado, cual es la intencionalidad.

³⁰³ UKFSM FSM066 (11 de marzo de 2009). Disponible en World Wide Web: <http://www.bailii.org/uk/cases/UKFSM/2009/FSM66.html> [Última visita: 29 Junio 2011]

³⁰⁴ TOVAR, Nuria, *Op. Cit.* (nº11) p.40

Winterflood tenía un rol de creador de mercado, respecto de las acciones de FEI, el cual cumplía a través de sus empleados Sotiriou y Robins.

En mayo del 2003, el 85% de la propiedad de FEI pertenecía a 2 accionistas, y no existía demanda en el mercado. Al mismo tiempo, el señor “Eagle” oferta dichas acciones, a modo de adjudicarse una sociedad que sirviera como fantasma, para adquirir tecnología. Para dicha adquisición, Winterflood sería el intermediario entre Eagle y los accionistas originales. Esta compra generó la inflación del valor de las acciones hasta 11.75p. Lo que realizó es lo que se conoce como *ramping scheme*, pues compró el 10% de la propiedad, pero como requería que alguien más comprara el 75% restante, él mismo lo hace a través de otra sociedad de su propiedad, para mantener el valor. Así fue incorporando clientes a esta sociedad, para que adquirieran las acciones, sin embargo, muchos de ellos no tenían capacidad de pago, por ello, Eagle creó un sistema de rotación de las acciones entre los clientes, al mismo tiempo, la sociedad compraba acciones para mantener y elevar su precio. Winterflood, Robins y Sotiriou fueron fundamentales para que este plan funcionara, pues la intermediación permitió que Eagle ocultara sus verdaderos intereses económicos.

El efecto de este plan fue inducir a error al mercado, en cuanto a la oferta, el precio o valor, y la demanda de las acciones FEI, además de generar una distorsión de mercado. Esto generó un aumento del valor de las acciones en casi 5 veces, de tal forma que Winterflood recibió 204.400 libras por la venta de los intereses, más 941.000 en negociación de las acciones. Todo ello, hace que caiga exactamente en el tipo del artículo 118 de la ley³⁰⁵ por abusar del mercado, sin embargo todavía falta probar la intencionalidad.

El tribunal señala que el “propósito de acción” no es parte del tipo del artículo 118 FSMA, el cual se refiere expresamente a la conducta y sus efectos, y no hace referencia a la intencionalidad de engañar o defraudar. Por ello establece que las medidas anunciadas por la FSA deben ser aplicadas.

³⁰⁵ Es un usuario regular que da impresiones falsas o engañosas en el mercado.

2.2.2.3. Watts v FSA³⁰⁶.-

Lo que interesa de este caso, es el hecho de la sanción civil. Tal como sosteníamos en el análisis doctrinal y legislativo, no se menciona la posibilidad de sanciones civiles, pero ellas tampoco se descartan, por lo que perfectamente podrían proceder, a modo de indemnización de perjuicio. De todas formas, este caso es especial, en cuanto la FSA y el acusado llegan a un acuerdo, siendo la misma afectada la que acepta resarcir civilmente.

Esta resolución versa sobre los derechos de terceros afectados en casos de abuso de mercado, siendo el caso principal el de la Royal Dutch/Shell Group de 2004, grupos relacionados con el petróleo y el gas –que ya fue analizado anteriormente-. El 9 de Enero de 2004, Shell anuncia que va a recategorizar el 20% de sus reservas de petróleo, lo cual genera una caída de sus acciones en 7,5%, sin embargo, esto luego es rectificado aumentando los números en un 3%. Lo que realmente hizo Shell fue comunicar información falsa, para que las acciones no se desplomaran tanto, por ende, incurrió en abuso de mercado. Ello genera que la FSA y la SEC comiencen a investigar en las bolsas en que se transaban dichos valores (Londres y Nueva York).

La FSA determina que Shell habría violado las disposiciones de la FSMA relativas a abuso de mercado, por lo cual acordó pagar una multa de 17 millones de libras, la multa más alta que haya impuesto la FSA. Sin embargo, ello no fue todo, Shell aceptó pagar una multa civil de 120 millones de libras, y una multa adicional de 5 millones para el desarrollo de un programa interno.

Watts, como ex Presidente de Shell, considera tal acuerdo como injusto, por afectar su reputación. No obstante, ello es desestimado por aspectos meramente formales de apersonarse como un tercero afectado.

³⁰⁶ UKFSM FSM020 (25 de julio de 2005). Disponible en World Wide Web: <<http://www.bailii.org/uk/cases/UKFSM/2005/FSM020.html>> [Última visita: 29 Junio 2011]

2.2.3. Conclusiones.-

No son muchos los casos de manipulación de precios de los que ha conocido la jurisdicción del Reino Unido, sin embargo, las veces que se ha pronunciado, ha sido de forma directa y no tangencial como revisábamos en España.

Hay ciertas conclusiones que se pueden obtener del anterior análisis, pese a lo limitado y muchas veces contradictorio:

- (1) En la actualidad se considera que no es un elemento del tipo la intencionalidad del sujeto, sino que basta la conducta y el efecto que produzca en el mercado. Pues su tipificación es clara al sancionar el comportamiento que genera determinado resultado.
- (2) En virtud del artículo 6 del Convenio Europeo de Derechos Humanos, se podría sostener que esta materia es penal, a pesar de ello, no establece sanciones de prisión, sino únicamente multas, lo cual podría fácilmente ser absorbido por el derecho administrativo sancionatorio. En caso del artículo 397 FSMA, las sanciones llegan hasta siete años, pero en la práctica sólo un caso se ha pronunciado sobre el tema y pese a probarse los cargos, las penas rebajadas (18 y 9 meses) no resultan alentadoras sobre el futuro.
- (3) Las sanciones civiles son posibles, sin embargo, no analizamos ningún caso en que ellas fueran impuestas por la autoridad, pues en “Watts” se estableció a modo de acuerdo.
- (4) Se permiten sanciones diferenciadas entre los administradores de la sociedad y la sociedad misma.

En UK se exige una calidad de “usuario regular” para incurrir en la conducta de manipulación de precios, lo cual, de cierta forma, se relaciona con la definición que habíamos dado al inicio de este trabajo, al decir que el manipulador debía tener cierta condición en el mercado. Este usuario hipotético es una “persona razonable, que opera regularmente en el mercado y que entiende su funcionamiento”³⁰⁷. Al mismo tiempo, se consideran las condiciones del mercado (previas y posteriores) para determinar la existencia de manipulación

³⁰⁷ TOVAR, Nuria, *Op. Cit.* (nº11) p. 40

2.3. Conclusiones de la regulación en la UE.-

Son pocos los casos de abuso de mercado relativo a la manipulación de precios, es más, muchas veces, dicha distorsión del mercado se produce por operar con información privilegiada. Sin embargo, para efectos de este trabajo, nos interesan las conductas que fijen a un nivel artificial el precio de los valores transados.

Contraponiendo el análisis a las conclusiones de la jurisprudencia de EEUU, podemos decir que la Unión Europea regula la conducta con independencia de su carácter fraudulento. Pues no requiere, específicamente, de una intencionalidad, tal como se establece en la redacción del artículo 4 de la Directiva 2003/124/CE. De todas formas, es posible hacer la distinción entre dos tipos de conducta que manipulan el precio de los valores, cuales son: (1) Acciones que generan indicios falsos o engañosos y (2) Difusión de información fraudulenta. El primero de ellos, no requeriría de una intencionalidad para caer en el tipo, sino más bien de un resultado, mas, respecto del segundo, no podemos decir lo mismo.

En los casos analizados, aquéllos a nivel administrativo no requerían de dolo directo, sino más bien de un actuar negligente. En los casos resueltos a nivel de derecho penal, si se exigiría de dolo directo, pues al ser una sanción de *última ratio*, se debe considerar el elemento subjetivo de la voluntad. Así ha sido recogido por la propuesta de directiva de la UE, que señala que sin perjuicio de lo que determinen los estados miembros, los casos de manipulación en los que exista intencionalidad siempre deberán ser sancionados penalmente –pese a que no establece si con multa o privación de libertad³⁰⁸. Esto es un gran avance, pues establece un mínimo respecto del cual se deben aplicar sanciones penales, tratando de regularizar las legislaciones de los distintos estados y volver más efectivas y proporcionadas las sanciones de quienes incurrir en estas conductas. De todas formas, aún no se sabe si Reino Unido va a adherir a dicha directiva o no.

Un punto en el que se asemeja a la jurisprudencia norteamericana, es en cuanto a la necesidad de que el sujeto manipulador tenga una presencia relevante en el mercado. En España no se exige que sea un agente frecuente, sin embargo sí se considera su posición en relación al

³⁰⁸ 2011/0297 (COD), {SEC(2011) 1217}{SEC(2011) 1218}

resto de los agentes. En Reino Unido, en cambio, se exige legalmente que se trate de un “usuario regular”, excepto para el caso de uso de información privilegiada.

Las sanciones, de competencia de cada estado, son eminentemente administrativas, lo que se traduce en multas monetarias, censura, inhabilitación, amonestación pública entre otras. También pueden existir sanciones civiles, pero deberíamos entender que ellas son de ámbito privado, a modo de reparación de perjuicios. Por último, existen sanciones penales en España, Reino Unido –en la misma FSMA-, Alemania, Francia e Italia, que van de multas monetarias, hasta prisión de 6 años³⁰⁹. Además la jurisprudencia de Reino Unido ha establecido que en virtud del artículo 6 del Convenio de Derechos Humanos, las multas, al ser a título disuasivo y no compensatorio, serían sanciones penales. Ahora bien, toda esta tipificación y doctrina no parece estar traducida en las decisiones de los tribunales, los cuales, al parecer, prefieren las sanciones administrativas –principalmente de multa- ante las penales (las cuales de ser aplicadas resultan muy lejanas a los máximos tipificados).

De esta forma, podemos decir que en el derecho comparado analizado, el ilícito de manipulación de precios en el mercado de valores, está vinculado tanto al derecho administrativo, como al penal. Este último establece un requisito más al tipo, cual sería el de dolo directo o intencionalidad, sin embargo, pareciera que los tribunales consideran que la sanción más adecuada es la multa.

³⁰⁹ TOVAR, Nuria, *Op. Cit.* (nº11) p. 29. Pese a que en la sección 397 del FSMA de Reino Unido, se considera un máximo de 7 años.

CAPITULO IV: MANIPULACIÓN DE MERCADO EN CHILE

Este capítulo estudia la regulación y la aplicación práctica que han realizado los tribunales en nuestro país de esta conducta. Sin embargo, la doctrina es muy limitada, por lo que partiremos sobre la base de los conceptos generales ya revisados en los capítulos anteriores.

1. Regulación en Chile.-

En nuestro país, la manipulación de precios constituye un ilícito sancionado administrativa y penalmente, pese a ello, su regulación específica se encuentra en la misma LMV. Además la conducta exigible a los agentes de bolsa está regulada por el reglamento interno de la Bolsa de Valores de Santiago, Valparaíso y Electrónica (“La Bolsa”).

1.1. Código Penal.-

Aún cuando la regulación de la manipulación de precios en el mercado de valores se encuentra establecida en una ley especial, y por ende, debe prevalecer por sobre la del Código Penal, éste también hace alusión al delito de manipulación, lo cual confirma su naturaleza penal.

En el libro segundo, título VI “De los crímenes y simples delitos contra el orden y la seguridad públicos cometidos por particulares”, párrafo séptimo “crímenes y simples delitos relativos a la industria, al comercio y a las subastas públicas” del Código recién mencionado, el artículo 285 tipifica como conducta ilícita la alteración de precios de las cosas a través de medios fraudulentos³¹⁰, señalando, a modo de ejemplo, la alteración de precios de las acciones.

³¹⁰ Artículo 285 Código Penal: “Los que por medios fraudulentos consiguieren alterar el precio natural del trabajo, de los géneros o mercaderías, acciones, rentas públicas o privadas o de cualesquiera otra cosas que fueren objeto de contratación, sufrirán las penas de reclusión menor en sus grados mínimo a medio y multa de seis a diez unidades tributarias mensuales”.

De esta forma, quien incurra en esta conducta será sancionado con pena de reclusión menor en sus grados mínimo a medio (de sesenta y un días a tres años). No queda claro, sin embargo, la necesidad de dolo de la conducta, pues pareciera tratarse de un delito de resultado. De todas formas, la redacción “los que por medios fraudulentos consiguieren...” parece apuntar a una intencionalidad seguida del resultado deseado. De esta manera, no sólo se exige la intención del sujeto de alterar los precios de las cosas, sino también conseguirlo.

1.2. Ley de mercado de valores.-

En nuestro país, el título VIII de la LMV tipifica las conductas prohibidas dentro del mercado de valores, separándolas en dos. Así, el artículo 52 de la LMV establece como contrario a la ley “efectuar transacciones en valores con el objeto de estabilizar, fijar o hacer variar artificialmente los precios”. Tras esta definición realiza una descripción de las conductas exceptuadas, que son aquellas permitidas por la SVS para llevar una oferta pública. Ésta sería la manipulación de precios expresada de manera genérica, sin embargo no es la única forma de incurrir en la conducta en el derecho comparado y tampoco en nuestro ordenamiento.

De esta forma, también el artículo 53³¹¹ de la LMV se refiere a la manipulación de precios, aunque esta vez a través de medios de comisión específicos que requieren de una conducta fraudulenta, tal como pudimos revisar y recoger en el análisis comparado. Este precepto recoge lo que en doctrina se ha señalado como manipulación basada en la acción y manipulación basada en la información, por lo que podríamos concluir, que el artículo 52 se refiere a lo que no queda comprendido por el artículo 53 recién mencionado, es decir, la manipulación por negociación. Sin embargo, llegar a esta conclusión no puede desprenderse únicamente de la redacción de las normas, por lo mismo se hace necesario revisar que ha entendido la jurisprudencia respecto de este ilícito.

³¹¹ Artículo 53 LMV: “Es contrario a la presente ley efectuar cotizaciones o transacciones ficticias respecto de cualquier valor, ya sea que las transacciones se lleven a cabo en el mercado de valores o a través de negociaciones privadas.

Ninguna persona podrá efectuar transacciones o inducir o intentar inducir a la compra o venta de valores, regidos o no por esta ley, por medio de cualquier acto, práctica, mecanismo o artificio engañoso o fraudulento”.

Es relevante mencionar que en el proyecto original ambos preceptos estaban abarcados por el artículo 48 de la LMV³¹². En el inciso primero se tipificaban las transacciones fraudulentas o ficticias. El inciso segundo versaba sobre la inducción por medios engañosos, y el inciso tercero establecía las conductas permitidas de estabilización. Esto fue modificado en sesión del 23 de Septiembre de 1981, separando los preceptos en artículos 52 y 53 LMV, sin que quedara constancia en la historia fidedigna de la ley la razón de ello. No queda claro en este punto, el motivo de la separación de las conductas que en derecho comparado están unidas, y luego se vuelven a unir en el artículo 59 LMV, aplicándoles la misma sanción.

Por otro lado, es posible agregar entre las conductas manipuladoras, aquella basada en información falsa, la cual es tipificada en nuestro ordenamiento en el artículo 61 LMV³¹³, dentro del título relativo a las sanciones. En éste se establece que la persona que difunda información con la intención de inducir a error al mercado, aún cuando ello no acarree un resultado concreto, será sancionada penalmente. Ahora bien, pese a no mencionar la fijación artificial del precio, si este fuera su objetivo, podría considerarse como una forma de comisión de la conducta tipificada en el artículo 53 inciso 2 LMV –“inducir o intentar inducir a la compra o venta de valores, por medio de cualquier acto engañoso”- e inclusive del artículo 52 del mismo texto.

Asimismo, también el artículo 65 LMV³¹⁴, tipifica la conducta de manipulación por información, pero esta vez en sede administrativa. Aquí se tipifica expresamente que no se debe

³¹² Historia de la Ley 18.045 del Mercado de Valores, p. 151. Artículo 48 del proyecto de la LMV (Prácticas engañosas y fraudulentas; estabilización): “Es contrario a la presente ley efectuar cotizaciones o transacciones ficticias respecto de cualquier valor, ya sea que las transacciones se lleven a cabo en el mercado de valores o a través de negociaciones privadas.

Ninguna persona podrá efectuar transacciones o inducir o intentar inducir a la compra o venta de valores, regidos o no por esta ley, por medio de cualquier acto, práctica, mecanismo o artificio engañoso o fraudulento.

Las actividades de estabilización efectuadas con el objeto de llevar adelante una distribución de valores en el público, podrán realizarse sólo de acuerdo a reglas de carácter general que la Superintendencia emita al efecto”.

³¹³ Artículo 61 LMV: “El que con el objeto de inducir a error en el mercado de valores difunda información falsa o tendenciosa, aún cuando no persiga con ello obtener ventajas o beneficios para sí o terceros, sufrirá la pena de presidio menor en sus grados mínimo a medio”.

³¹⁴ Artículo 65 LMV: “La publicidad, propaganda y difusión que por cualquier medio hagan emisores, intermediarios de valores, bolsas de valores, corporaciones de agentes de valores y cualquiera otras personas o entidades que participen en una emisión o colocación de valores, no podrá contener declaraciones, alusiones o representaciones que puedan inducir a error, equívocos o confusión al público

dar información que pueda conducir a equívocos en los precios de los valores –como una de las hipótesis-, más no se exige intencionalidad. Sin embargo, en ella sólo pueden incurrir quienes participen en la colocación o emisión de valores.

De tal forma, resulta curioso el hecho de tipificar los medios de comisión de la conducta en distintos artículos, siendo que todos ellos podrían haber quedado abarcados por el artículo 52 de la LMV, el cual genéricamente establece que basta el objeto de manipular para caer dentro del tipo de manipulación de precios. Mas, la importancia de ello será abordada en los apartados siguientes.

1.3. Normativa Interna Bolsa de Valores³¹⁵.-

El Capítulo IV del título II referente a los Corredores, del Reglamento de la Bolsa de Valores de Santiago (“El Reglamento”), se refiere a las obligaciones y prohibiciones de los corredores en la Bolsa. Dentro de ella, nos interesan los artículos 65 a 68.

El artículo 65 del Reglamento dispone que, salvo los casos permitidos por ley, queda prohibido efectuar transacciones con el objeto de estabilizar, fijar o hacer variar artificialmente los precios de los valores. Lo cual resulta muy similar tanto en redacción como en fondo, a lo que señala el artículo 52 de la LMV como ilícito.

A continuación, el artículo 66 del Reglamento, hace referencia a las conductas fraudulentas. Señala como infracción “grave” las transacciones ficticias, simuladas o cualquier maniobra tendiente a alterar artificialmente las cotizaciones en Bolsa. En otras palabras, podríamos decir que se refiere a manipulación basada en acción o negociación dentro de la misma Bolsa. Dentro de este ilícito, podría caber la conducta de colusión entre empresas y utilización de sociedades “fantasma”, entre otras.

sobre la naturaleza, precios, rentabilidad, rescates, liquidez, garantías o cualquiera otras características de los valores de oferta pública o de sus emisores”.

³¹⁵ Reglamento Interno de la Bolsa de Valores de Santiago. <En Línea> Disponible en World Wide Web: <<http://www.bolsadesantiago.com>> [Última visita: 30 Junio 2011]

Los artículos 67 y 68 del mismo texto se refieren a los indicios falsos y la información engañosa respectivamente. Ellos establecen que caen dentro de esta conducta: “actos, prácticas o mecanismos fraudulentos y, publicidad, propaganda y difusión que contengan declaraciones, alusiones o representaciones que puedan inducir a equívoco sobre la naturaleza, precios, rentabilidad, rescates, liquidez, garantías, y otros” [destacado del autor]. En este último caso nos encontramos ante el ilícito de manipulación basado en información engañosa, lo cual se asimila a lo contenido en el artículo 61 y 65 LMV.

Estas conductas se exigen únicamente respecto de los corredores que, como bien sabemos, juegan un rol muy importante en el mercado de valores y generan cierta confianza respecto de los demás agentes y el público general. Ahora bien, más adelante, en el artículo 252 del Reglamento, se establece que podrá sancionarse por incurrir en conductas prohibidas a los emisores de valores, quienes en todo caso, también tienen una posición relevante en el mercado.

Todo esto es recogido por las distintas Bolsas del país, tanto la electrónica – en sus artículos 63 al 66- como la de Valparaíso –en sus artículos 62 al 65-, las cuales sancionan las mismas conductas ya estudiadas.

2. Sanciones.-

La LMV, normativa que, en virtud de la especialidad debe primar al momento de imponer la sanción, establece tres tipos de sanciones en caso de incumplimiento de las normas que tipifica:

(1) Sanción Civil: El artículo 55 de la LMV³¹⁶ establece que en caso de que la conducta ocasione daños a otros, procederá la indemnización de perjuicios correspondiente.

³¹⁶ Artículo 55 LMV: “La persona que infrinja las disposiciones contenidas en la presente ley, sus normas complementarias o las normas que imparta la Superintendencia ocasionando daño a otro, está obligada a la indemnización de los perjuicios. Lo anterior no obsta a las sanciones administrativas o penales que asimismo pudiere corresponderle”.

Por las personas jurídicas responderán además, civil, administrativa y penalmente sus administradores o representantes legales a menos que constare su falta de participación o su oposición al hecho constitutivo de infracción.

(2) Administrativa: El artículo 55 de la LMV establece que se aplicarán las sanciones civiles sin perjuicio de las administrativas y las penales que procedan. Además, en su artículo 49 señala que la Bolsa podrá sancionar con la expulsión a quienes violen lo dispuesto en el artículo 52 y 53 LMV.

Al mismo tiempo, el artículo 61 bis de la LMV³¹⁷, establece ciertas penas accesorias de inhabilitación especial, en caso de que el autor especial se haya aprovechado de su situación profesional para incurrir en los ilícitos contemplados en el artículo 59 LMV –en el cual se establecen las sanciones penales para la manipulación de valores–.

El artículo 27 de la ley orgánica de la Superintendencia³¹⁸, establece qué sanciones se pueden aplicar cuando una Sociedad incurre en infracciones a leyes, reglamentos o estatutos y se

Los directores, liquidadores, administradores, gerentes y auditores de emisores de valores de oferta pública que infrinjan las disposiciones legales, reglamentarias y estatutarias que rigen su organización institucional responderán solidariamente de los perjuicios que causaren.

Cuando dos o más oferentes de una misma oferta pública de adquisición de acciones infringieren el Título XXV de esta ley, responderán solidariamente de los perjuicios que causaren.

³¹⁷ Artículo 61 bis LMV: “En los delitos contemplados en los artículos 59, 60 y 61, además de las penas allí previstas, se podrá imponer la pena accesoria de inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión, si el autor ha actuado prevaleciéndose de su condición profesional; o la de inhabilitación especial de cinco a diez años para desempeñarse como gerente, director, liquidador o administrador a cualquier título de una sociedad o entidad sometida a fiscalización de la Superintendencia respectiva”.

³¹⁸ Art. 27 SVS: “Las sociedades anónimas sujetas a la fiscalización de la Superintendencia que incurrieren en infracciones a las leyes, reglamentos, estatutos y demás normas que las rijan, o en incumplimiento de las instrucciones y órdenes que les imparta la Superintendencia, podrán ser objeto de la aplicación por ésta, sin perjuicio de las establecidas específicamente en otros cuerpos legales o reglamentarios, de una o más de las siguientes sanciones:

1) Censura;

2) Multa a beneficio fiscal, hasta por un monto global por sociedad equivalente a 15.000 unidades de fomento. En el caso de tratarse de infracciones reiteradas de la misma naturaleza, podrá aplicarse una multa de hasta tres veces el monto máximo antes expresado; y

3) Revocación de la autorización de existencia de la sociedad, cuando proceda.

El monto específico de la multa a que se refiere el número 2), se determinará apreciando fundadamente la gravedad y las consecuencias del hecho, la capacidad económica del infractor y si éste hubiere cometido otras infracciones de cualquier naturaleza en los últimos 24 meses. Esta circunstancia no se tomará en consideración en aquellos casos en que la reiteración haya determinado por sí sola el aumento del monto de la multa básica.

Las sanciones señaladas en los números 1) y 2) podrán ser aplicadas a la sociedad, directores, gerentes, dependientes o inspectores de cuentas o liquidadores, según lo determine la Superintendencia.

Cuando se apliquen las sanciones de los números 1) y 2) de este artículo, la Superintendencia podrá poner en conocimiento de la junta de accionistas las infracciones, incumplimientos o actos en que hayan incurrido los directores, gerentes, inspectores de cuentas o liquidadores, a fin de que aquélla pueda

encuentren sujetas a fiscalización por ella: (a) Censura, (b) Multa a beneficio fiscal con un máximo de 15.000 UF o hasta un 30% de la emisión u operación irregular³¹⁹ y (c) Revocación de la autorización de existencia de la sociedad. Las dos primeras serían aplicables tanto a la sociedad como a sus directores, mientras que la última, tal como de su naturaleza se desprende, únicamente a la sociedad.

El artículo 28³²⁰ del mismo cuerpo legal, señala que personas o entidades diversas a las sociedades anónimas, también pueden ser sancionadas con censura y multa (de hasta 15.000 UF o un 30% de la operación). Si se tratare de personas que cumplen funciones encomendadas por la superintendencia, la conducta acarrea otras sanciones, como la suspensión del cargo o revocación del nombramiento. De todas formas, lo más relevante es el hecho de que tanto el artículo 27 como 28 de la ley orgánica, establecen que para fijar el monto de la multa se debe considerar: (a) la gravedad, (b) las consecuencias del hecho, (c) capacidad económica del

removerlos de sus cargos si lo estima conveniente, sin perjuicio de ejercer las acciones judiciales que crea pertinentes. La convocatoria a esta junta de accionistas deberá hacerla el directorio dentro del plazo que fije la Superintendencia, pudiendo ser citada por ella misma, si lo estima necesario”.

³¹⁹ Artículo 29 Ley orgánica SVS: “No obstante lo expresado en los artículos 27 y 28 al aplicar una multa, la Superintendencia a su elección, podrá fijar su monto de acuerdo a los límites en ellos establecidos o hasta en un 30% del valor de la emisión u operación irregular.

Para los efectos de los artículos precitados se entenderá que hay reiteración cuando se cometa dos o más infracciones entre las cuales no medie un período superior a doce meses”.

³²⁰ Artículo 28 Ley Orgánica SVS: “Las personas o entidades diversas de aquellas a que se refiere el inciso primero del artículo anterior, pero sujetas a la fiscalización o supervisión de la Superintendencia, que incurrieren en infracciones a las leyes, reglamentos, estatutos y demás normas que las rijan, o en incumplimiento de las instrucciones y órdenes que les imparta la Superintendencia, podrán ser objeto de la aplicación por ésta, sin perjuicio de las establecidas específicamente en otros cuerpos legales o reglamentarios, de una o más de las siguientes sanciones:

1) Censura;

2) Multa a beneficio fiscal, hasta por un monto global por entidad o persona equivalente a 15.000 unidades de fomento. En el caso de tratarse de infracciones reiteradas de la misma naturaleza, podrá aplicarse una multa de hasta cinco veces el monto máximo antes expresado, y

3) Tratándose de personas nombradas o autorizadas por la Superintendencia para ejercer determinadas funciones o actuaciones, ésta podrá aplicarles también las sanciones de:

a) Suspensión de su cargo hasta por un año, y

b) Revocación de su autorización o nombramiento por causa grave.

El monto específico de la multa a que se refiere el número 2), se determinará apreciando fundadamente la gravedad y las consecuencias del hecho, la capacidad económica del infractor y si éste hubiere cometido otras infracciones de cualquier naturaleza en los últimos 24 meses. Esta circunstancia no se tomará en consideración en aquellos casos en que la reiteración haya determinado por sí sola el aumento de la multa básica.

Las sanciones establecidas en el presente artículo podrán ser aplicadas a la sociedad, empresa, entidad, personas jurídicas o naturales, administradores o representantes, según lo determine la Superintendencia”.

infractor y (d) si éste hubiera cometido otras infracciones de igual naturaleza en los últimos 24 meses.

(3) Penal: En la misma LMV se tipifica una sanción penal relacionada al delito; el artículo 59 señala que para la conducta descrita en los artículos 52 y 53 la pena será de “presidio menor en su grado medio a mayor en su grado mínimo”; es decir de 541 días a 10 años. A su vez, el artículo 61 de la LMV, al mismo tiempo que tipifica la conducta basada en información falsa, la correlaciona con su sanción, la cual consiste en presidio menor en su grado mínimo a medio (de 61 días a 3 años) lo cual podría aumentar si dicha conducta provocase la fijación de precios a nivel artificial, ya que podría constituir un delito distinto.

Lo anterior se funda en la misma historia de la ley 18.045, donde se menciona que las sanciones penales quedan reservadas para las infracciones graves; entendiendo por tales, aquéllas en que existe engaño, emisiones fraudulentas o falsedad³²¹.

Cabe mencionar, que no sólo la persona natural responderá, sino que, en caso de que haya sido una persona jurídica la que haya incurrido en conductas prohibidas, los administradores o representantes legales deberán responder civil, administrativa y penalmente, además de la posibilidad de aplicarle sanción directamente a la misma.

El Reglamento establece en su artículo 252, que aquellos emisores de valores que realicen actividades prohibidas por la misma normativa, podrán ser sancionados con suspensión de la transacción y cotización de uno o todos los valores emitidos. Más no señala expresamente la sanción de los corredores, pese a que ellos también pueden ser suspendidos e inclusive perder su calidad de corredor.

Todo lo anterior, sumado a la falta de límites concretos –sean de gravedad o intencionalidad de la conducta- entre ilícito administrativo y penal, nos lleva a preguntarnos si en el caso en cuestión existe infracción al principio *non bis in ídem* y por tanto debe primar la sanción penal sobre la administrativa, o si, en caso contrario, ellas pueden coexistir, aspecto que trataremos de

³²¹ Historia de la Ley 18.045 del Mercado de Valores, p. 85

resolver a lo largo de este estudio. Al mismo tiempo que otorga demasiadas facultades a la SVS al momento de determinar si corresponde sanción administrativa o penal.

3. Órgano encargado.-

En la LMV no se menciona, expresamente, quien está a cargo de perseguir el delito, sin embargo, de su lectura integrada se puede concluir que corresponde a la SVS velar por el correcto funcionamiento del mercado³²², por ende, las sanciones administrativas serán de cargo de ésta. Además, el artículo 58 de la LMV señala que será la misma superintendencia la que investigará los casos, y deberá poner los antecedentes a disposición del tribunal correspondiente.

Ahora, desde el punto de vista penal, como su tipificación no es completa, debemos recurrir a la normativa penal general. Así mismo lo ha entendido la LMV, que en su artículo 58 señala que en caso de los delitos tipificados en el artículo 59 de la LMV, el plazo de 24 horas impuesto por el Código Procesal Penal, se contará desde que la Superintendencia haya efectuado la investigación correspondiente que le permita confirmar la existencia de los hechos. Por ende, corresponde a la Superintendencia determinar la existencia de los hechos, pero la investigación penal, acudiendo a lo establecido en el Código, corresponde al Ministerio Público y la aplicación de sanciones la determinarán los Jueces de garantía y los Tribunales de Juicio Oral en lo Penal. Todo lo anterior en virtud de lo dispuesto en el Código Procesal Penal Chileno.

Por último, dentro de la Bolsa, será el Directorio el encargado de velar porque se de estricto cumplimiento a las normas reglamentarias³²³. Además, el artículo 9 del reglamento señala que el Directorio podrá adoptar todas las medidas que juzgue convenientes para la estabilidad y desarrollo de la sociedad y el mercado. En caso que la medida adoptada no sea aceptada por el agente, se podrá recurrir a una Comisión Arbitral.

³²² Artículo 2 LMV: “Corresponderá a la Superintendencia de Valores y Seguros, en adelante la Superintendencia, vigilar el cumplimiento de las disposiciones de la presente ley, de acuerdo con las facultades que se le confieren en su ley orgánica y en el presente cuerpo legal”.

³²³ Artículo 7 del Reglamento de la Bolsa de Valores de Santiago.

4. Bien Jurídico Protegido.-

En nuestro país ha sido muy discutido el tema de la aplicación del derecho penal al ámbito económico, sobre todo en lo relativo a sociedades o empresas. Ello se puede justificar en dos razones; la primera es que pareciera no existir una diferencia entre el derecho penal económico y el derecho penal común, por lo que su regulación sería una redundancia. Pues podrían ser incluidos dentro de los “delitos contra la propiedad o, más precisamente, contra los valores patrimoniales, contra la fe pública, contra el orden público, y en fin, contra la libertad individual”³²⁴. Segundo, y la razón que parece más poderosa, es el hecho que en este tipo de delitos, a diferencia del de “hurto”, no es tan fácil distinguir su efecto perjudicial, por ello se les puede tildar como “Delitos de peligro Abstracto”³²⁵. Pues si entendemos que la propiedad es el bien jurídico afectado, entonces, lo que se sanciona es únicamente la posibilidad de ponerlo en peligro, pues muchas veces ello no ocurrirá.

Una corriente doctrinaria ha señalado que se debe diferenciar lo patrimonial de lo económico. De tal manera que en los delitos económicos, lo que se afecta de manera amplia es el Orden Público Económico y de forma más específica, lo que la normativa busca proteger son “bienes jurídicos pertenecientes a la comunidad toda, más allá de lo patrimonial”³²⁶, como es la transparencia del mercado, la libre y limpia competencia³²⁷ –desde el punto de vista del derecho penal económico-, o la fe pública –desde el ámbito penal tradicional-. Estos bienes si serían afectados de forma concreta por el ilícito analizado, por ende, no es necesario ponernos en el caso de un delito de peligro abstracto.

Ahora bien, a partir del artículo 39 de la LMV³²⁸, pareciera que la normativa lo que busca es un mercado competitivo, equitativo, ordenado y transparente. De esta forma, se daría cumplimiento a la finalidad de la regulación que el mismo proyecto de ley presentaba, cual es

³²⁴ SOTO, Miguel. *Op. Cit.* (n°185) p.76

³²⁵ HERNANDEZ B., Héctor. “Perspectivas del derecho ...”. *Op. Cit.* (n°189) p. 110

³²⁶ AVILES, Victor, *Op. Cit.* (n°230) p. 304

³²⁷ BUSTOS, Juan. *Op. Cit.* (n°182) p. 14

³²⁸ Artículo 39 inciso 1 LMV: “Las bolsas de valores deberán reglamentar su actividad bursátil y la de los corredores de bolsa, vigilando su estricto cumplimiento de manera de asegurar la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente”.

“aumentar la confianza del público en el mercado”³²⁹. Por ende, lo más correcto sería sostener que el bien jurídico que protege la regulación del abuso de mercado, en específico, es la confianza en el mercado.

De todas formas, estos delitos además generan una dañosidad social, basada en la “perturbación de instituciones o sistemas”³³⁰, cumpliendo con el requisito penal de la lesividad que debe tener la conducta. Así, la tipificación del ilícito de manipulación de precios, considera como bien jurídico protegido específicamente la transparencia y confianza en el mercado, y de manera más general, la estabilidad del sistema y el orden público económico como bien perteneciente a toda la sociedad. Sin embargo, en casos concretos podrá afectar, también, la propiedad de determinadas personas. Estos casos han sido entendidos en la jurisprudencia extranjera como estafa o apropiación indebida, por lo que se hace necesario analizar como lo ha entendido nuestro sistema judicial.

5. **Ámbito de aplicación de la norma.-**

En virtud de la redacción de los artículos de la LMV y del Reglamento, pareciera que no se considera la responsabilidad penal de la empresa, ya que establecen que en caso de que quién haya incurrido en dicha conducta sea una persona jurídica, serán las personas naturales las que se sancionarán civil, administrativa y penalmente. Además, al ser el derecho penal de *última ratio*, no se puede aplicar por analogía, siendo que la Ley N° 20.393 de Responsabilidad Penal de las Empresas (“LRPE”) regula específicamente los delitos de lavado de dinero, fraude, tráfico, financiamiento del terrorismo y cohecho. En otras palabras, “en vez de una previsión general, se consagra un catálogo cerrado de tipos penales (...) que en lo fundamental abarca sólo las materias respecto de las cuales existía obligación internacional”³³¹ y por ende, no debiese poder ampliarse, sino por vía legislativa.

³²⁹ Historia de la Ley 18.045 del Mercado de Valores, p. 71

³³⁰ HERNANDEZ B. Héctor. “Perspectivas del derecho ...”. *Op. Cit.* (n°189) p. 112

³³¹ HERNANDEZ, Héctor. “La introducción de la responsabilidad de las personas jurídicas en Chile”. *Política criminal* Vol. 5 (9): pp. 207-236. Julio 2010. <En Línea> Disponible en World Wide Web: <http://www.politicacriminal.cl/Vol_05/n_09/Vol5N9A5.pdf> [Última visita: 23 Enero 2012]. p. 215

Una corriente doctrinaria, sin embargo, hace extensiva esta responsabilidad a otros delitos, como el ambiental u otros cometidos por sociedades. Aún a mayor profundidad, Clara Szczaranski, decana de derecho de la Universidad Mayor, ha sostenido en artículos de prensa expresamente que la LRPE debiese poder aplicarse al caso de manipulación de precios (en alusión al caso de repactaciones unilaterales de La Polar). Sin embargo, como dicha ley se promulgó en una situación desesperada por entrar a la OCDE “dejó fuera (...) los delitos que éstas –como personas jurídicas- pueden perpetrar directamente contra sus accionistas y contra la fe pública que debe reinar en las bolsas de comercio”³³². De tal manera que, aún cuando interpretativamente quisiéramos extender la norma, a nuestro parecer ello sería contrariar su sentido y el rol de *última ratio* que debe cumplir el derecho penal.

Otros, podrían sostener que en caso de fraude o estafa para lograr la manipulación, se podría aplicar esta ley. De esta forma, si concluyéramos como se hace en EEUU, que la manipulación de precios pertenece al tipo de “fraude”, entonces podríamos aplicar la LRPE, imponiendo sanciones a las sociedades, que van desde su disolución hasta multas³³³.

Cabe mencionar, sin embargo, que la manipulación de mercado constituye un tipo separado del Código Penal, y como tal, considera la sanción que se le debe aplicar a quienes incurran en dicha conducta, pudiendo ser personas naturales o jurídicas. Mas, la sanción penal aplicable, sólo es a personas naturales responsables, las cuales tienen un estándar de comportamiento tipificado en el mismo Reglamento.

³³² SZCZARANSKI, Clara. “La responsabilidad penal de La Polar” <En Línea> La Segunda: blog redacción. 20 de Junio, 2011. Disponible en World Wide Web: <<http://blogs.lasegunda.com/redaccion/2011/06/20/la-responsabilidad-penal-de-la.asp>> [Última visita: 23 Enero 2012]

³³³ Artículo 8 LRPE: Penas. “Serán aplicables a las personas jurídicas una o más de las siguientes penas:

- 1) Disolución de la persona jurídica o cancelación de la personalidad jurídica.
Esta pena no se aplicará a las empresas del Estado ni a las personas jurídicas de derecho privado que presten un servicio de utilidad pública cuya interrupción pudiere causar graves consecuencias sociales y económicas o daños serios a la comunidad, como resultado de la aplicación de dicha pena.
- 2) Prohibición temporal o perpetua de celebrar actos y contratos con los organismos del Estado.
- 3) Pérdida parcial o total de beneficios fiscales o prohibición absoluta de recepción de los mismos por un período determinado.
- 4) Multa a beneficio fiscal.
- 5) Las penas accesorias previstas en el artículo 13”.

De todas formas, si la SVS lo considerara pertinente, podría aplicar sanciones administrativas a las sociedades en virtud del artículo 27 de su ley orgánica. Estas sanciones pueden consistir en (1) Censura pública, (2) Multa a beneficio fiscal y (3) Revocación de la condición de existencia de la sociedad, cuando proceda.

6. Estructura del Delito.-

Se debe estudiar la estructura del delito a partir de su definición como “acción u omisión típicamente antijurídica y culpable”³³⁴, lo cual se extrae de la propia definición que da el artículo 1 de nuestro Código Penal³³⁵. Así, se hace necesario revisar si el ilícito de manipulación de precios en el mercado de valores cumple o no con los requisitos de un delito penal. Para ello, dividiremos el estudio en los tres artículos que acarrearán sanción penal dentro de la LMV.

6.1. Artículo 52 LMV.-

El artículo 52 LMV señala que la conducta consiste en “efectuar transacciones”, por ende se trataría de una acción, en la cual sólo pueden incurrir los corredores o administradores, o quienes en definitiva pueden transar en el mercado de valores. Este caso se distingue de lo que hemos revisado en la jurisprudencia comparada, en que también se sanciona la omisión de los directores de la empresa de tomar las medidas necesarias para evitar un efecto manipulador.

Esta acción incluye tres tipos de comisión, pues para incurrir en ella debe ser a través del objeto de: estabilizar, fijar o hacer variar los precios. Todas ellas, sin embargo, apuntan al mismo objetivo, cambiar por vías artificiales el precio natural de los valores, en otras palabras, no permitir que el valor se ajuste a las leyes de la oferta y la demanda. Pese a ello, entendemos que se trata de una acción única, que es la transacción de valores, entendida como la negociación de

³³⁴ CURY, Enrique. Derecho Penal, Parte General -8va Edición ampliada- Santiago, Chile: Ediciones Universidad Católica de Chile, 2005, p. 243

³³⁵ Artículo 1 Código Penal: “Es delito toda acción u omisión voluntaria, penada por ley”.

los mismos en el mercado. Por ende, podemos excluir del tipo los acuerdos o colusiones, por no constituir una negociación propiamente tal³³⁶.

Sin embargo, no basta una mera acción, sino que ella debe adecuarse a un tipo penal, lo cual se desprende de la frase “ninguna ley podrá establecer penas sin que la conducta que se sanciona esté expresamente descrita en ella”³³⁷, del artículo 19 n°3 inciso octavo de la Constitución Política de la República. Tanto la sanción penal como la conducta están dispuestas en la misma ley, pues el artículo 52 de la LMV establece la conducta antijurídica y el artículo 59 señala qué sanción tendrá quien incurra en ella.

De todas formas, debemos recordar que es la SVS quien está encargada de entregar los antecedentes al ministerio público en caso de que la conducta constituya delito penal; por tanto, el procedimiento que para ello se debe llevar a cabo, está en normas de carácter inferior, como es el decreto ley 3.538, o ley orgánica de la SVS. Se constituye así, lo que ya ha sido calificado por la doctrina como una característica de los delitos económicos: las leyes penales en blanco, definidas como aquellos casos en que “la prohibición o el mandato de acción se encuentra en disposiciones distintas de la ley que contiene la amenaza penal”³³⁸. Esto es constitucional en la medida que la conducta delictiva quede suficientemente precisada en la norma de carácter superior, lo cual, de todas formas, podría producir problemas si dicha norma emana de instancias que carecen de competencias penales³³⁹, o en el caso en que su existencia planteara “incertidumbres acerca de cual sea la materia de prohibición, (lo cual) supone o puede suponer también, incertidumbres de cuál sea el bien jurídico protegido”³⁴⁰. En nuestro caso en particular, pareciera no acarrear demasiados problemas, por la descripción que realiza el artículo 52 LMV de la conducta y la precisión de las sanciones en el artículo 59, pese al eventual reenvío a la ley de la SVS.

³³⁶ UNDURRAGA, Marcia. “Delitos en la ley de mercado de valores” Tesis (Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales). Santiago, Chile. Universidad de Chile, Facultad de Derecho, 1987. pp. 109-110

³³⁷ CURY, Enrique, *Op. Cit.* (n°334) p. 245

³³⁸ BACIGALUPO, Enrique. “La problemática constitucional de las leyes penales en blanco y su repercusión en el Derecho penal económico” *En su: “Derecho Penal Económico” -1era Edición-* Buenos Aires, Argentina, Editorial Hammurabi, 2005. pp. 53-64. p.53

³³⁹ *Ibid.* p. 55

³⁴⁰ SOTO, Miguel. *Op. Cit.* (n°185) p.76

Ahora bien, la conducta parece bastante amplia, bastando la intencionalidad para incurrir en ella, lo cual no sólo puede atentar contra la constitucionalidad de las leyes penales en blanco, sino que también otorga un mayor nivel de discrecionalidad al órgano sancionador que si ella estuviese descrita de forma más específica, como en la legislación comparada. En el fondo, lo que sanciona la norma es el objeto que se tiene al incurrir en tales transacciones, sin importar si efectivamente se logra el resultado deseado.

Por último, es necesario que el hecho sea culpable, que se pueda reprochar al autor por tal conducta, en virtud de incurrir en dicha acción de forma voluntaria. La norma señala que la conducta debe ser con el objeto de manipular precios, es decir requiere de una voluntariedad, o intención del autor de hacer variar el mercado artificialmente. Por ende, la única forma de caer en el tipo, es dolosamente.

Hasta el momento la norma cumpliría con los elementos penales, pese a que su gran amplitud nos deja una interrogante, pero será al momento de analizar la jurisprudencia, cuando podamos sacar conclusiones de forma más general.

6.2. Artículo 53 LMV.-

Este artículo sanciona la conducta de cotizaciones o transacciones ficticias dentro del mercado, por ende, sólo pueden incurrir en ella, los corredores o administradores de Bolsa, o en caso de tratarse del mercado primario, los emisores de dichos valores. El tipo también menciona que las transacciones ficticias pueden ocurrir en negociaciones privadas; en dicho caso, al no estar regulado, cualquier sujeto podría ser activo.

La conducta consiste en efectuar transacciones o cotizaciones ficticias, por ende se trata de una acción con dos medios de comisión. Ahora bien, se exige que ellas sean falsas, más no es necesario un resultado de alteración de precios en el mercado, por lo cual podría definirse como una figura de peligro abstracto (pese a que efectivamente afecta la confianza en el mercado). El hecho de que sean transacciones ficticias, puede incluir las colusiones entre distintas puntas del

mercado, ya que existe en ellas sólo una apariencia de negociación, mas en la práctica todo ha sido concertado con anterioridad, lo cual envía falsas señales al mercado.

El hecho de tratarse de transacciones ficticias, quiere decir que para incurrir en ellas se requiere de dolo, puesto que resulta muy difícil que alguien pueda negociar de manera falsa, por una conducta negligente o culpable. De todas formas y como ya hemos estudiado, puede ser que alguien incurra en algún tipo de negociación fraudulenta en virtud de un engaño de parte del otro negociante y, pese a que ello pareciera difícil dada la gran especialidad y tecnicidad de quiénes participan en tales procesos, es posible, y en dicho caso no podría haber delito.

Este caso se relaciona con el artículo 471 número 2 del Código Penal, el cual establece que será sancionado con presidio menor en su grado mínimo y multa de once a veinte UTM, quien otorgare en perjuicio de otro un contrato simulado. Mas como ya hemos establecido, en virtud de la especialidad, primará el artículo 53 de la LMV y, por ende, el artículo 59 de la misma, a la hora de aplicar la sanción.

6.3. Artículo 61 LMV.-

Este artículo sanciona a quiénes difundiesen noticias falsas o tendenciosas con el objeto de inducir a error al mercado, lo cual podría entorpecer o suprimir la libre competencia y por ende la confianza en el mercado, por ello se le conoce con el nombre de “pánico económico”³⁴¹.

Para incurrir en ella, se requiere de la acción de difundir las noticias, sean estas falsas o tendenciosas. Sin embargo no se requiere de un resultado concreto, basta el hecho de difundir, pues ello podría enviar señales falsas, lo cual ya es suficientemente peligroso. De todas formas, para que se produzca tal peligro se debe cumplir con al menos tres requisitos. El primero –ya estudiado en la doctrina comparada- es la credibilidad de la noticia; el segundo, el conocimiento de la falsedad de ella por parte de quien la difunde; y el tercero, es que ella llegue a más de una persona (su capacidad difusora).

³⁴¹ UNDURRAGA, Marcia. *Op. Cit.* (n°336) p. 98

Ahora bien, y pese que no se menciona directamente, el hecho de “inducir a error al mercado” sólo puede interpretarse como inducir a error en la formación del precio, afectando las variables que lo determinan (sea su oferta o demanda). Pues otro tipo de errores que se puedan dar en la Bolsa –los cuales son prácticamente inexistentes, ya que la mayoría de ellos afecta a los precios-, no son de relevancia ni afectan la confianza en el mercado.

En cuanto al elemento subjetivo, debe existir una intencionalidad de inducir a error, pues bien ha señalado el legislador que es el objeto lo que se sanciona, más que el resultado. Por tanto, el desconocimiento de la falsedad de la noticia que se difunde podría excluirlo del tipo que estudiamos, salvo que existan exigencias de la profesión –por ejemplo el periodista-, a quiénes se les podrían aplicar sanciones disciplinarias.

7. Jurisprudencia.-

De estas conductas, toman conocimiento en Chile dos órganos diferentes, por un lado la SVS, quien realiza la investigación e interpone sanciones administrativas de ser procedentes, y por otro el Ministerio Público, cuando las sanciones son de naturaleza penal. Por ello, es necesario analizar algunos casos que han llegado hasta estas instancias en nuestro país.

Algunas de estas sanciones impuestas por la SVS han llegado a tribunales civiles a modo de demanda, sin embargo, para el trabajo en cuestión ello no es relevante, ya que en ellos sólo se estudia si es o no procedente la sanción impuesta por la SVS.

7.1. Jurisprudencia Administrativa.-

La mayor parte de las sanciones impuestas por la SVS relativas a la manipulación de precios en mercado de valores, es a corredoras y agentes de valores, sin embargo, lo que más llama la atención, es la pequeña cantidad de casos que hacen referencia específica al artículo 52 de la LMV. Lo que se sanciona, más que la manipulación “por negociación” o “en sí misma” es

la difusión de indicios falsos (artículo 53 de la LMV) –que presenta la mayor cantidad de casos- y algunos también mencionan la información engañosa (artículo 65 de la LMV).

7.1.1. Manipulación de precios a través de negociación (artículo 52)³⁴².-

No existe mucha jurisprudencia relativa al ilícito de manipulación basado en el artículo 52 de la LMV, tal vez por el hecho de su generalidad, y no incluir los medios de comisión, por lo que muchas veces el mismo puede quedar subsumido en el artículo 53 de la LMV. Por lo anterior, analizaremos los tres casos en que se ha pronunciado la SVS, para tratar de comprender su desuso y qué sanciones ha considerado que son las más efectivas.

7.1.1.1 MBI Corredores de Bolsa S.A.³⁴³ -

El caso que analizamos a continuación, es uno de los pocos casos que se refieren directamente al artículo 52 de la LMV. Resulta relevante para nuestro estudio la amplitud con que definen “transacciones falsas, entendiéndolas como aquéllas que carecen de intención real de negociar, con lo cual parece abarcar no sólo el artículo 53 de la LMV, sino también el 52, volviendo a reducirlos en uno sólo. Ahora bien, lo más importante del caso, parece ser el precedente que se fija al establecer el bien jurídico protegido en virtud del artículo 39 de la LMV, y por ende su coherencia con el proyecto de ley y la protección a la confianza en el mercado.

El caso se funda en que MBI, sociedad corredora de Bolsa, habría adquirido acciones ilíquidas que durante el año 2004, presentaron un aumento de hasta un 100%. Dentro de la cartera de MBI habían acciones de VOLCAN y PIZARREÑO, las cuales aumentaron en un 9,52% y 32,10% en su valor respectivamente, durante dicho año. Por dicha razón, la

³⁴² Este es el análisis relevante para efectos de nuestro trabajo, aún cuando en el derecho comparado el artículo 52 y 53 sean ambas formas distintas de concretar la misma conducta. Lo relevante del artículo 52, es que constituye la manipulación *per sé*, a través de la conducta típica en el mercado: “transar”.

³⁴³ Res. Exenta n° 402. de 08 de Septiembre de 2006. Disponible en World Wide Web: <http://www.svs.gob.cl/documentos/res/res_2006_402.pdf> [Última visita: 03 Julio 2011]

Superintendencia comienza una investigación el mismo año, a partir de lo cual, concluye que se ha infringido los artículos 52 y 53 de la LMV.

La manipulación estaría basada en una serie de ventas de acciones VOLCÁN que se realizaron por MBI durante el año 2004, a Banchile y Larraín Vial, conservando para sí el saldo, para luego enajenar su totalidad. El problema y lo que cuestiona la SVS es que el 24 y 25 de noviembre de ese año MBI adquirió alrededor de 9.000 acciones de VOLCÁN de propiedad de Banchile, la mitad por la bolsa de Santiago y la otra por la bolsa electrónica. Sin embargo, previo a dichas operaciones –en los mismos días- MBI había vendido a Banchile a través de Larraín Vial, 4.000 acciones al mismo valor, lo que en definitiva se tradujo en un aumento del valor de las acciones en un 7.1%.

Respecto a las acciones PIZARREÑO, se realizó una compra de acciones de propia cartera, en cuya transacción el intermediario fue Larraín Vial. En virtud de la diferencia del precio de compra y venta se generó un aumento de la cotización del valor en un 5,22% en relación al precio de cierre de la jornada anterior. También realizó compras de acciones y posteriores ventas a un precio superior a Banchile, lo cual a su vez generó un aumento en 2% al valor de cierre de la jornada anterior.

La SVS acusa a MBI de trasgredir el artículo 52 de la LMV y el artículo 63 del reglamento de la bolsa electrónica³⁴⁴, por haber acumulado acciones de VOLCÁN y PIZARREÑO para provocar un alza en el precio de cierre de dichos instrumentos, y una vez alcanzado enajenar para obtener utilidades.

Además de la manipulación de precios, se le acusa de infringir el artículo 53 de la LMV, en virtud de que algunas transacciones serían ficticias –por carecer de intención real de adquisición o enajenación de los valores- y generarían indicios falsos. Al mismo tiempo, fundado en el artículo 122 del reglamento de la bolsa electrónica³⁴⁵, se acusa de colusión con

³⁴⁴ Artículo 63 del Reglamento: “Salvo los casos permitidos por la ley, queda prohibido a los corredores efectuar transacciones en valores con el objeto de estabilizar, fijar o hacer variar artificialmente los precios de los mismos”.

³⁴⁵ Artículo 122 del Reglamento: “No se podrán convenir operaciones al margen de la rueda, sino en los casos expresamente previstos en el presente Reglamento”.

Banchile, en cuanto compraba acciones a MBI y luego se las volvía a vender al mismo precio segundos después, lo cual carecería de sentido económico. Y, por sobre todo, se le acusa de afectar los bienes jurídicos que protege tal normativa, cuales expresados en el artículo 39 LMV³⁴⁶, señalan que la Bolsa debe velar por la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente.

MBI defiende su actuar fundado en la falta de dolo y causalidad de la conducta. Al mismo tiempo que fundamenta la conducta en la necesidad de darle liquidez a las acciones, siendo todas las transacciones reales y no ficticias. Por último señala que no se generaron indicios, pues ello requiere de fraude, lo cual no es posible cuando las transacciones se realizan a precio de mercado.

Sin embargo la SVS desestima la primera causal, dado que la única forma de incurrir en la conducta es a través de la intencionalidad, además del hecho de la idoneidad de la misma para alterar los precios. Por ende, aún cuando no fuese su objetivo directo, existe al menos un dolo eventual. En cuanto a la causalidad, queda clara la liquidez que con las transacciones le dieron a las acciones, incrementando el precio más allá de lo que el mercado de forma natural hubiese permitido.

Por todo lo anterior, la SVS concluye que MBI habría infringido el artículo 52 de la LMV y 63 del Reglamento, además del artículo 53 inciso 1 de la LMV y el artículo 122 del reglamento de la bolsa electrónica. En virtud de tales infracciones, se sanciona con multa de 10.000 UF y suspensión por 10 días hábiles bursátiles a MBI.

En este caso, se presenta de forma clara una manipulación de precios que se da a través de transacciones entre dos partes del mercado; lo relevante es que no se logra acreditar que dichas partes hayan estado coludidas. Sólo se logra probar que algunas de estas transacciones fueron ficticias, más no lograron inducir a error –pese a que podrían haber tenido tal objetivo, que es lo que en definitiva sanciona la normativa-. Resulta difícil llegar a una conclusión *a*

³⁴⁶ Artículo 39 inciso 1 LMV: “Las bolsas de valores deberán reglamentar su actividad bursátil y la de los corredores de bolsa, vigilando su estricto cumplimiento de manera de asegurar la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente”.

priori, de que este caso es manipulación, pues bien algunos podrían defender que es el libre juego del mercado, si MBI ofrecía a determinado precio y Banchile estaba dispuesto a pagar, no es más que el juego de la oferta y la demanda. Sin embargo, lo que sanciona el artículo 52 de la LMV es, expresamente, el objeto de las transacciones, que en este caso era fijar artificialmente el precio de los valores para obtener una ganancia personal.

7.1.1.2. Banchile Corredores de Bolsa S.A³⁴⁷.-

El caso a continuación es importante para nuestra investigación, en cuanto no se logra acreditar intencionalidad, sino mera negligencia, motivo por el cual se desestima la infracción al artículo 52 de la LMV. Ello nos lleva a concluir que el tipo exige la concurrencia de dolo, pues sin éste, no se incurre en la conducta prohibida, tal como queda de manifiesto con la lectura del artículo en cuestión.

Aquí, la acusación de la SVS versa sobre los mismos hechos que han tenido lugar en el caso de MBI Corredora S.A. Algunas veces Banchile compraba las acciones de MBI y las colocaba inmediatamente en Bolsa, y en otras ocasiones realizaba “actos de cortesía” pues compraba a MBI y tras pocos minutos se las volvía a traspasar a dicha sociedad.

A diferencia del caso anterior, la infracción al artículo 52 LMV no se da por acreditada, en virtud de que Banchile no habría actuado con dolo o intencionalidad, pues al colocar las acciones no podía conocer quién sería el comprador, por intermediarse a través de Larraín Vial. Además, no habría logrado un beneficio pecuniario en cuanto a los actos llamados de cortesía³⁴⁸ entre corredores, pues no habría cobrado por ellos.

Por lo anterior y en virtud de la falta de conocimiento de la acumulación de acciones e intención de manipular el mercado de MBI, se desestima la infracción al artículo 52 y 53 de la LMV. En el fondo, al faltar uno de los elementos del tipo, que es la intencionalidad, no puede

³⁴⁷ Resolución exenta 406 de 12 de Septiembre de 2006. Disponible en World Wide Web: <http://www.svs.gob.cl/documentos/res/res_2006_406.pdf> [Última visita: 03 Julio 2011]

³⁴⁸ En el caso se señala que los actos de cortesía constituyen una conducta habitual en el mercado, por la ineficiencia de los mecanismos interbolsa.

caer dentro de la conducta descrita. Sin embargo, se termina imponiendo una multa de 350 UF en virtud de la violación al artículo 126 del Reglamento³⁴⁹.

Resulta relevante el hecho de que se ratifica la inexistencia de colusión entre las partes para manipular el precio; sólo una de ellas habría incurrido en dicha conducta a costas de la otra. En otras palabras, podemos sostener, que no es necesario un acuerdo para manipular el precio, basta que una sociedad con presencia en el mercado realice transacciones con el objeto de fijar el precio, para que caiga dentro del tipo, más la otra sociedad engañada, no habrá incurrido en el ilícito.

De todas formas, estas transacciones no requieren siquiera ser fraudulentas o engañosas, basta que exista una intención de fijar el precio de los valores a un nivel artificial, pues ello ya afectaría la confianza y estabilidad del mercado.

7.1.1.3. Luis Guillermo Díaz Marín³⁵⁰.-

Este último caso confirma la relevancia de la intencionalidad como determinante de la existencia del ilícito tipificado en el artículo 52 de la LMV, toda vez que se sanciona en virtud de “la intención de vender barato para afectar los precios de los valores y sacar a la competencia del mercado”. Sin embargo, como queda de manifiesto, no sería necesaria la intención directa de alterar los precios, sino que basta que ello se presente como posible en el ámbito subjetivo del autor –dolo eventual-.

El caso en cuestión se desarrolla en virtud del caso AFP Magister, Scotia Corredores de Bolsa y Covarrubias y Compañía Corredores de Bolsa Ltda, por lo cual se formulan cargos en contra de Luis Díaz, subgerente de inversiones de AFP Magister en la fecha, por infracción al artículo 52 de la LMV en las transacciones realizadas por las mencionadas sociedades.

³⁴⁹ Art. 126 del Reglamento: “No podrán convenir operaciones al margen de la rueda sin pregón, sino en los casos expresamente previstos por el reglamento”.

³⁵⁰ Resolución exenta n° 513 de 25 Agosto 2005. Disponible en World Wide Web: <http://www.svs.gob.cl/documentos/res/res_2005_513.pdf> [Última visita: 03 Julio 2011]

La SVS da por acreditado que entre Noviembre de 2002 y Marzo de 2003 AFP Magister realizó transacciones con los recursos de los fondos de pensiones, en que se repiten las contrapartes, las cuales con dicho objeto obtienen una serie de beneficios, especialmente la sociedad de inversiones Dareza, que actuaba a través de Covarrubias³⁵¹. Durante este periodo se realizan tres tipos de transacciones: (1) Venta de instrumentos bajo el precio de mercado, comprados nuevamente por la AFP a un precio mayor. En el fondo realizaba recompra, vendiendo a un precio menor a una de las involucradas y luego comprando a las mismas contrapartes, a un precio mayor para elevar así su valor. (2) Venta bajo el precio de mercado a Scotia y Covarrubia, quienes obtenían un beneficio al venderlo a terceros a precio de mercado. Y (3) Compra de instrumentos por sobre el valor de mercado a los mismos intervinientes. Estas operaciones se habrían realizado a precios perjudiciales para los fondos de pensiones administrados por la AFP y a través de previo acuerdo –en cuanto las adjudicaciones se dieron a segundos de la colocación de la oferta-. Es más, la Superintendencia de Administradoras de Fondo de Pensiones, estableció que existía una “intención de vender barato” para “marcar el precio de valoración para desvalorizar en mayor medida las carteras del resto de los fondos de pensiones”³⁵². Aquí se aboga por dos objetos, el primero es que el resto de las AFP tengan mayores pérdidas, por la importancia de los instrumentos dentro de las carteras de otros fondos, es decir, se trata de perjudicar la rentabilidad de la competencia. Pero también, podemos sostener, que existiría una especie de precios predatorios para sacar a la competencia del mercado y así obtener un mayor beneficio a futuro, pues a los cotizantes no les quedará otra opción que la AFP magister.

A modo de defensa, la AFP señala que no se consideraron otros factores para establecer si se había infringido el artículo 52 de la LMV, como el hecho de la mínima fracción del mercado que representa y que nadie haya reclamado, de lo cual se concluiría la falta de perjudicados con dicha conducta. Sin embargo, la SVS rechaza todas las alegaciones presentadas, por falta de fundamentos y utilización de distintos parámetros antojadizamente.

Además, se sostiene que la AFP y las contrapartes tenían el objetivo de manipular los precios, lo cual se funda en el hecho que en todas las operaciones cuestionadas se distribuyó un

³⁵¹ *Ibíd.*, p. 1

³⁵² *Ibíd.*, p. 3

porcentaje de ganancia para cada uno de los participantes; todo con pérdida para los fondos de pensiones.

Un punto a destacar del caso –en tanto se condice con el análisis realizado en este trabajo-, es que la SVS señala que la tipificación de esta conducta se debe a la protección de la formación del precio a través de las fuerzas de la oferta y la demanda. Ello, en virtud de que el mercado debe funcionar sobre bases confiables y transparentes, y la libre formación de precios es la única forma de tener un mercado competitivo, equitativo, ordenado, unificado, abierto, informado y transparente³⁵³.

Por todo lo anterior, la SVS concluye que AFP Magister ha incurrido en actividades prohibidas por el artículo 52 de la LMV, lo cual atenta contra un mercado competitivo, transparente y equitativo –condiciones básicas del Mercado de Valores-, pues evita que otros agentes puedan acceder en igualdad de condiciones. Con dicho motivo, se le aplica una multa de 600 UF a Luis Díaz, como subgerente de inversiones de la AFP.

7.1.2. Manipulación de precios por colusión, transacciones ficticias o indicios falsos (Artículo 53 LMV).-

La mayor parte de la jurisprudencia relativa a manipulación de precios, se resuelve en virtud del artículo 53 de la LMV referente a las transacciones ficticias e inducción a realizar transacciones, ello en razón de la falsa información que dicha conducta transmite al mercado, induciendo a error a quiénes en él transan.

De esta forma, si consideramos que la manipulación de precios es toda conducta que fija o intenta fijar los precios de mercado a un nivel artificial, en la cual se puede incurrir por distintos medios de comisión, tal como lo hace la doctrina comparada, es inevitable que analicemos casos que van más allá de la tipificación del artículo 52 de la LMV.

³⁵³ *Ibíd.*, p. 9

Ahora bien, pese a que existe una mayor cantidad de casos que los relativos al artículo 52 y 65 de la LMV, analizaremos sólo cuatro, pues ello basta para hacernos una idea de cómo se ha entendido que se incurre en la conducta, y qué sanciones le corresponden. De todas formas, los casos a continuación tratan de retratar las distintas corrientes (sanciones de multa a persona natural o censura a persona jurídica, inducción a transar o transacciones ficticias y colusión).

7.1.2.1. Scotia Sud Americano Corredores de Bolsa S.A.³⁵⁴.-

Este caso resulta relevante en cuanto nuevamente se prescinde de una intención directa de manipular los precios, pues basta para el artículo 53 de la LMV, que se trate de transacciones engañosas, pues ellas por sí mismas ya tienen potencial suficiente para inducir a error al mercado.

Todo comienza en virtud de que Scotia Corredores de Bolsa, habría intermediado una serie de operaciones entre CORFO e Inverlink Corredores S.A., por un monto cercano a los \$300.000 millones de pesos, para de esta forma infringir la limitación de las entidades con las cuales podía operar CORFO. Por lo anterior, la SVS habría iniciado una investigación durante el año 2003.

Los hechos que se dan por acreditados por la SVS y que interesan en nuestro estudio, son que dentro de la contabilidad de CORFO se registraban operaciones de venta con pacto de recompra, aún cuando se trataba de operaciones de término. De esta forma, en varias oportunidades, Scotia compró los instrumentos vendidos previamente a CORFO, en las fechas en que presumiblemente vencían los pactos. Ello evidencia la complicidad en aparentar pactos que no eran reales, para así justificar la inexistencia de documentos de CORFO. En el fondo se trataba de una serie de engaños a CORFO, por parte de Inverlink, con ayuda de Scotia.

Estas prácticas se mantuvieron por un largo periodo de tiempo, con evidente falta de sentido económico principalmente para Inverlink, pues ella vendía los instrumentos a un precio

³⁵⁴ Resolución Exenta n°124 de 22 de marzo de 2004. Disponible en World Wide Web: <http://www.svs.gob.cl/documentos/res/res_2004_124.pdf> [Última visita: 03 Enero 2012].

menor al cual los había adquirido el mismo día. Si bien, ello podría fundarse en el hecho de dar liquidez, su gran duración, periodicidad y masividad, la hace carecer de todo sentido. Esto, sumado a la particular forma en que se hizo entrega de los documentos, debió haber alertado a Scotia, para así hacer efectivos sus mecanismos de control, sin embargo, ello no ocurrió; lo cual sólo da cuenta de la falta de diligencia de la misma.

De esta forma, la SVS considera que la responsabilidad de Scotia sería particularmente grave, por haberse permitido la realización de transacciones por medio de prácticas engañosas gracias a su intermediación. En ellas “valiéndose de la entrega de documentos a quien no correspondía y facilitando la simulación de pactos dentro de CORFO, se logró traspasar dichos instrumentos a Inverlink para ser utilizados en fines ajenos a la corporación”³⁵⁵. Por dicha actuación, se le acusa de infringir el artículo 53 inciso 2 de la LMV, en virtud de las prácticas engañosas dentro del mercado de valores, en que habría incurrido la corredora.

Así, en virtud de la infracción al artículo 53 de la LMV y 34 de la misma norma legal, se impone una sanción de \$5.000 UF a Scotia Corredores de Bolsa S.A.

En este caso, pese a no verificarse una real variación de los precios en el mercado de valores, se considera que el artículo 53 de la LMV se refiere a toda negociación fraudulenta que puede dar indicios falsos, y motivar la compra o venta de determinados valores. Aún cuando ello no sea de manera directa, pues de todas formas afecta la formación de precios, ya que dicha información se refleja en ellos, sin importar si ésta es falsa o engañosa.

7.1.2.2. Felipe Donoso-Torres Labra³⁵⁶.-

Es relevante mencionar que en este caso parece fundirse el artículo 53 de la LMV con el 65 del mismo texto legal, pues como el primero de ellos señala que la conducta considera a quien intente inducir la compra o venta por cualquier medio fraudulento, pareciera que la difusión de información falsa o rumores cae dentro de ella. Por tal motivo este caso, como

³⁵⁵ Íbid. p. 5

³⁵⁶ Resolución Exenta n°84 de 4 de Febrero de 2005. Disponible en World Wide Web: <http://www.svs.gob.cl/documentos/res/res_2005_84.pdf> [Última visita: 03 Julio 2011].

veremos, se resuelve por el artículo 53 de la LMV y no por el artículo 65 de la misma ley, como se podría pensar.

Además, y la principal importancia de este caso, la SVS deja claro que la intencionalidad no es el elemento más sustancial del tipo, sino que lo verdaderamente relevante es la idoneidad de la conducta para afectar el mercado.

De esta forma, el caso comienza cuando la SVS acusa a Felipe Donoso-Torres, asesor de inversiones de Larraín Vial, por difundir un rumor sobre la supuesta venta de ENTEL S.A, lo cual infringe lo dispuesto en el artículo 53 inc. 2 LMV.

Lo anterior se fundaría en la conducta de don Felipe Donoso-Torres, quien el día 5 de octubre de 2004, envía un e-mail a sus clientes, señalando que se había vendido la empresa ENTEL a un precio más barato, por lo que recomendaba vender. Un par de horas más tarde, vuelve a enviar un mail diciendo que la venta de Entel estaría por concretarse y que ha transmitido esos rumores para quienes deseen especular. Pese a ello, ninguno de los clientes operó con acciones de ENTEL durante ese día, y no se percibieron impactos en los precios de dicha acción.

Frente a esto, la SVS ha sostenido que: “difundir rumores por parte de intermediarios de valores, atribuyéndole caracteres de veracidad a los mismos, constituye una práctica peligrosa que debe ser rechazada, dado el evidente riesgo de inducir a operaciones que alteren indebidamente el precio de las acciones”³⁵⁷, lo cual se traduce en un quebrantamiento del mercado competitivo y transparente. Señala además que no es relevante que haya existido una intención de causar dicho riesgo, lo que interesa es que la acción sea capaz de afectar la cotización de los valores, pues así se sustrae de la redacción del artículo 53 LMV.

También es relevante el hecho de que difunde un rumor diciendo que es cierto, y en virtud de la calidad que detenta –asesor financiero- existen más probabilidades de inducir a sus clientes. Es decir, no cualquiera puede incurrir en esta conducta, sino quien esté cercano a la información, de tal forma que los agentes del mercado confíen en sus conocimientos.

³⁵⁷ *Ibíd.*, p. 2

De esta forma, se logra acreditar la infracción al artículo 53 inciso 2 de la LMV, aún cuando no se haya efectivamente alterado el precio de los valores, pues existió una intencionalidad y una idoneidad de la conducta para hacerlo; por ello, la SVS impone una sanción a Felipe Donoso-Torres de 100 UF.

Como hemos estudiado en este trabajo, la difusión de información falsa debe cumplir con el requisito de ser creíble, y de que quien la difunde conozca su falsedad. Para ello, resulta relevante que quien comunique ese rumor detente determinado carácter en el mercado, es decir, debe tener la apariencia de ser una parte informada, ya que en medida que “ellos están cerca de la generación de información, es más fácil aparentar ser una parte informada en el esquema manipulador”³⁵⁸, y los inversionista tenderán a confiar en sus acciones.

7.1.2.3. Banco Estado Corredores S.A. y Edgardo Cabañas Cardemil³⁵⁹ .-

El caso que a continuación se analiza, demuestra que no toda infracción al artículo 53 de la LMV está relacionada con manipulación de precios. Incurrir en la conducta a través de transacciones fraudulentas, puede estar fundado en distintas intenciones, sin embargo siempre afectará la correcta formación de precios, y el bien jurídico que la LMV protege: la confianza en el mercado. Además el análisis del siguiente caso resulta relevante por la doble sanción que aplica la SVS, a la persona natural y jurídica por los mismos hechos, pero que al parecer constituirían situaciones distintas.

En cuanto a los hechos que se logran acreditar, se señala que durante el 15 y el 26 de Diciembre de 2005 se realizaron una serie de transacciones fuera de rueda, cuyo intermediario era Banco Estado, a tasas inferiores a las que se transaban en el mercado. Boston Administradora General de Fondos (“Boston”) vendía fuera de rueda a Banco Estado, quien adquiría para su propia cartera y procedía de inmediato a venderlo a la misma tasa a otros fondos administrados por Boston.

³⁵⁸ AGGARWAL, Rajesh y WU, Guojun. *Op. Cit.* (n°98) p.2

³⁵⁹ Resolución Exenta n° 248 de 8 de mayo de 2009. Disponible en World Wide Web: <http://www.svs.gob.cl/documentos/res/res_2009_248.pdf> [Última visita: 03 Julio 2011]

Por este motivo, la SVS formula cargos contra Edgardo Cabañas, gerente general de Banco Estado a la fecha, por violación del artículo 53 de la LMV al realizar transacciones ficticias, y por contribuir a burlar el artículo 163 de la misma ley, que prohíbe a los administradores de fondo realizar transacciones con fondos que administran.

De los antecedentes entregados por las partes, se establece que las operaciones no tenían la naturaleza de “cartera propia”, pues la decisión de hacer las transacciones fue exclusivamente de Boston, sin intervención de Banco Estado. Lo que en definitiva existió, fue un traspaso de recursos entre los fondos administrados por Boston, sin representar beneficios o utilidades para Banco Estado.

La infracción al artículo 53 ya mencionado, estaría fundada en las transacciones ficticias entre el Banco y Boston por aparentar compra venta cuando sólo se trataba de un traspaso de recursos, tendiente a encubrir una prohibición legal. Esto habría afectado al mercado de valores en el sentido que “atenta contra los principios de transparencia, credibilidad, confianza, competitividad, equitatividad, orden y eficiencia que deben inspirar su buen funcionamiento”³⁶⁰. En razón de ello se aplica una multa de 800 UF a Banco Estado y una sanción de censura a Edgardo Cabañas por su responsabilidad en tales hechos.

En este caso, se sanciona a la persona jurídica y a su representante, que, en el particular, sería el gerente general. Sin embargo, se les sanciona por situaciones distintas. A Banco Estado se le imputa la infracción del artículo 53 en comento, mientras que a Edgardo Cabañas se le acusa de no haber procurado que la entidad contara con sistemas y procedimientos necesarios para sujetarse a la normativa vigente. En el fondo, a la persona natural se le está sancionando por su conducta negligente en la administración de la persona jurídica.

³⁶⁰ *Íbid.* p. 7

7.1.2.4. Alfa Corredores de Bolsa³⁶¹.-

Lo relevante del caso en cuestión, es la definición que la SVS da de transacciones ficticias, como aquellas que no buscan la transferencia del dominio o el pago del precio, es decir, aquellas que pierden su carácter de compraventa. Sin aparecer como relevante, el hecho de ocultar algún otro negocio distinto al que realizan, lo fundamental es que su intención es distinta a la transacción que se realiza.

La investigación comienza el 23 de Abril de 2008, cuando Alfa Corredores solicitó a la Bolsa la suspensión de sus operaciones, por no cumplir con las condiciones de liquidez, lo cual generó un inicio de procedimientos de auditoría por parte de la SVS. En él se descubre que el día 22 de Abril Alfa habría vendido diversas acciones de su cartera a su sociedad relacionada FOX, sin embargo, ésta última no habría pagado el precio por dichas acciones, lo que generó que Alfa arrojara resultados negativos. Por su parte, FOX solía enajenar acciones que no tenía en su propiedad, quedando con saldo negativo, el cual revertía a final de cada mes realizando nuevas operaciones.

Además de realizar transacciones ficticias en contravención a lo dispuesto por el artículo 53 de la LMV, se le acusa de utilizar en beneficio propio valores entregados en custodia por clientes –artículo 60 i) de la LMV- e intermediar valores no íntegros –artículo 34 de la LMV-.

Las transacciones ficticias que se habrían llevado a cabo, se iniciaban con la ejecución por parte de Alfa de una serie de órdenes de venta dadas por FOX, respecto de instrumentos que éste último no poseía en su cartera. De tal forma FOX acumulaba un saldo negativo, por ello Alfa, a fines de mes, vendía acciones a FOX, para que de esta forma cuadrara los saldos negativos que había acumulado durante el mes. Ello se repetía cada mes. Con lo anterior, Alfa lograba utilizar indirectamente fondos que sus clientes le habían entregado para su custodia, a través de una venta y posterior recompra para legitimar su uso. Además, Alfa, los primeros días

³⁶¹ Resolución Exenta n°425 de 06 Julio 2009. Disponible en World Wide Web: <http://www.svs.gob.cl/documentos/res/res_2009_425.pdf> [Última visita: 04 Julio 2011]

de cada mes enviaba fondos a FOX bajo la modalidad de préstamo, para que lo abonara a la cuenta por pagar que tenía con Alfa por las compras efectuadas el mes anterior.

Estas operaciones a juicio de la SVS, al carecer de todo sentido económico, no tuvieron otra justificación que permitir la regularización de los saldos negativos de FOX, al mismo tiempo que Alfa conseguía financiamiento y le era posible constituir garantías.

Señala que el “carácter ficticio o verdadero de una operación no está dado por la materialidad de los documentos que dan cuenta de ellas, sino que dice relación con su sentido económico y finalidad perseguida al efectuarlas”³⁶². El cual se presenta en este caso, ya que no existía una intencionalidad verdadera de transferir el dominio de las acciones, ni de recibir el precio de venta, sino que buscaban ocultar la real situación financiera de la corredora.

En virtud de lo anterior la SVS aplica a Alfa corredores la sanción de revocación de su autorización para operar como intermediario de valores, además de multar al gerente general de FOX por un monto de 8.000 UF, y al gerente general de Alfa por 4.000 UF.

Nuevamente se sanciona tanto a la persona jurídica como natural, en este caso se aplica una sanción de caducidad de facultades de operar en el mercado de valores, pero únicamente para la sociedad. Además de multas para los administradores de aquéllas, por incurrir en la conducta de manipulación de valores a través de transacciones ficticias.

7.1.3. Manipulación por información falsa (Artículo 65 LMV).-

Como bien ya estudiamos, el artículo 61 de la LMV se trata de un precepto cuya única sanción aparejada, es una de naturaleza penal, por ende la SVS no puede pronunciarse a su respecto –pese a que a continuación analizaremos un caso que curiosamente se pronuncia a su respecto-. Sin embargo, el artículo 65 de la LMV sanciona administrativamente la publicación, propaganda o difusión de información que pueda producir indicios falsos en el mercado y dentro de uno de los supuestos menciona los precios de los valores que en él se transan.

³⁶² *Ibíd.*, p. 11

Es por ello, que a continuación estudiaremos casos que se hayan fallado en virtud de dicho artículo, y trataremos de ver la relación que tienen con la manipulación de precios del artículo 61 de la LMV. Mas, como la jurisprudencia sobre el tema es escasa, solo trataremos los tres casos en que a la SVS se le solicita imponer sanciones, además de uno que se pronuncia sobre el artículo 61 de la norma en comento, en sede administrativa.

Sin embargo, tal como veremos a continuación, a diferencia del artículo 61 ya mencionado, lo relevante en la determinación de la sanción, no es precisamente la capacidad de la información para hacer variar los precios, sino su capacidad para inducir a error en las personas –pues el mismo artículo así lo señala: “que puedan inducir a error o equívoco”-.

7.1.3.1. Banchile Corredores de Bolsa³⁶³.-

Este caso, tal como está tipificado en el artículo 65 de la LMV, no se fija en intenciones de manipulación, sino en la capacidad de la conducta de inducir a error, el cual normalmente se presenta como una variación artificial de los precios.

De esta forma, la SVS funda la acusación en el artículo 65 en cuestión, por un posible ofrecimiento de rentabilidad por parte de Banchile a sus clientes, con el objeto de obtener un número de órdenes de compra necesario para participar en la licitación de “La Polar”. En concreto, Banchile, durante septiembre de 2003, habría aumentado las órdenes, a través de difusión de información que habrían hecho ejecutivos de inversión, garantizando al cliente que no iba a perder dinero, e inclusive que no era necesario pagar las acciones, ya que Banchile las financiaría. Es más, durante una reunión de la corredora, se informó que se esperaban utilidades de un 2% y que ello debía ser comunicado a los clientes, lo más rápido posible. Todo lo cual ratifica que se difundió información que podía inducir a error, equívocos o confusión del público y de los propios agentes.

³⁶³ Resolución Exenta n° 574 de 24 de Diciembre de 2004. Disponible en World Wide Web: <http://www.svs.gob.cl/documentos/res/res_2004_574.pdf> [Última visita: 03 Julio 2011]

Se considera que estas prácticas fueron inadecuadas, ya que “es deber del intermediario velar porque sus clientes o los destinatarios de una oferta, accedan a una información íntegra, oportuna, clara y veraz”³⁶⁴, lo cual no sólo es evitado por la corredora, sino que además otorga información falsa para su propio beneficio. Dicha conducta, atentaría contra lo dispuesto en el artículo 65 de la LMV, en cuanto se entrega información a través de e-mails o vía telefónica, que pueden inducir a error o confusión al público.

Por todo lo anterior se ordena aplicar una multa a beneficio fiscal de 400 UF a Banchile, fundado en la violación del artículo ya mencionado.

En la jurisprudencia comparada, la manipulación basada en la información requiere de una intención maliciosa y de la obtención de un beneficio, al mismo tiempo que es asemejada al fraude y las sanciones suelen ser más estrictas. Sin embargo, en el caso analizado la sanción parece ser baja, pero debemos considerar que el beneficio obtenido no es tan amplio como el que se esperaba ya que, finalmente no se adjudicaron la licitación.

Por otro lado, es relevante mencionar que la manipulación de precios basada en información está tipificada en nuestro ordenamiento en el artículo 61 de la LMV, por tanto, en este caso que la consecuencia fue similar; más que manipulación de precios propiamente tal, lo que hay es engaño o fraude, que puede tener como consecuencia la manipulación.

7.1.3.2. Santander Santiago S.A³⁶⁵.-

Este caso se basa en publicidad engañosa que puede inducir a error en el mercado de valores, pues considerando los diversos medios en que ella se propaga hace muy probable que lleve al público a invertir de determinada manera. Por ende, la importancia del análisis a continuación está dada en que un ilícito ya tipificado³⁶⁶, como es la publicidad engañosa, es

³⁶⁴ *Ibid.* p. 2

³⁶⁵ Resolución Exenta n° 616 de 16 de Noviembre de 2005. Disponible en World Wide Web: <http://www.svs.gob.cl/documentos/res/res_2005_616.pdf> [Última visita: 5 de Enero 2012].

³⁶⁶ Artículo 24 inciso 2 Ley 19.496 de Protección de los Derechos de los consumidores: “La publicidad falsa o engañosa difundida por medios de comunicación social, en relación a cualquiera de los elementos indicados en el artículo 28, hará incurrir al infractor en una multa de hasta 750 unidades tributarias

considerado un ilícito distinto, incluido en el tipo del artículo 65 de la LMV, cuando ocurre dentro del mercado de valores.

De tal forma, la SVS considera que Santander Santiago S.A. Administradora de Fondos Mutuos, ha infringido el artículo 65 en comento, en tanto durante julio de 2005, habría efectuado una publicidad en diversa prensa impresa del país, señalando que el fondo mutuo “Santander Acciones Retail & Consumo” era el “número 1 en rentabilidad del mercado (20,1% desde el 21 de Enero hasta el 14 de Julio de 2005)”.

Sin embargo, dentro de los datos con los que contaba la SVS a dicha fecha, se indica la existencia de otros fondos mutuos que presentaban mayor rentabilidad que el fondo mutuo en comento, por tanto éste no sería el “número 1 del mercado” en el artículo 65 de la LMV, por publicar información que puede inducir a error en el mercado.

En virtud de lo anterior, Santander intenta defenderse, sosteniendo que la referencia al “mercado” es relativa a los fondos que presentan características similares, dentro de los cuales no caen los extranjeros. Por ello, sería imposible que el aviso indujera a equívocos.

Los descargos presentados son rechazados por la SVS, en tanto no resulta manifiesto el hecho de que se trate de fondos mutuos nacionales, pues la redacción es idónea para inducir a errores dentro del mercado. Es más, dicha publicidad induce a error, equívocos y confusión al público sobre su lugar y posición dentro de la industria de fondos mutuos en cuanto a su rentabilidad. Por dicha razón, contraviene el artículo 65 de la LMV.

La sanción que se impone, considera la modificación que Santander realizó del anuncio en cuestión, por ello, la multa sólo asciende a 100UF.

Este caso es relevante, en cuanto no existe una intencionalidad de manipular los valores, ni tampoco un resultado concreto de lo mismo. Sin embargo, si en virtud de dicha publicidad,

mensuales. En caso de que incida en las cualidades de productos o servicios que afecten la salud o la seguridad de la población o el medio ambiente, hará incurrir al anunciante infractor en una multa de hasta 1.000 unidades tributarias mensuales”.

hubiesen aumentado las inversiones, se habría incrementado el valor de los fondos de manera artificial. En otras palabras, cualquier publicidad falsa, puede repercutir en los precios del mercado de valores, con lo cual se alejarán de la información real que deben reflejar, provocando ineficiencia, pues la información real en los precios es presupuesto de la existencia de un mercado eficiente, confiable y transparente.

De esta forma, siempre que la información (falsa) comunicada pueda inducir a error, se estará dentro de la conducta tipificada en el artículo 65 de la LMV y, por ende, puede entenderse como un supuesto de manipulación basado en información.

7.1.3.3. Penta Administradora General de Fondos S.A.³⁶⁷.-

Tal como el caso anterior, pareciera sentarse un precedente en cuanto a que el artículo 65 de la LMV se refiere a la propaganda o publicidad engañosa, ya que en casos que ella se refiera a empresas que transan en el mercado o directamente a acciones, parece idónea para inducir a error dentro del mismo.

Con fecha 7 de Noviembre de 2005, Penta Administradora General de Fondos, habría publicado avisos en el Diario el Mercurio y Financiero, señalando que el Fondo Mutuo Penta Selección, era el “fondo mutuo de instrumentos de capitalización más rentable en el último año” (30.5% entre Octubre de 2004 y Octubre de 2005). Sin embargo, tal como en el caso anterior, la SVS cuenta con información de otros fondos mutuos con mayores rentabilidades, por ende tal publicidad sería engañosa.

Nuevamente los descargos tienen relación con cuál es el mercado relevante al que se refieren, del cual excluyen los fondos mutuos extranjeros. Sin embargo, asumen que puede haber sido un error involuntario el no especificarlo en el aviso, por lo cual constituyen una comisión revisora de toda publicidad que se haga sobre los fondos mutuos administrados.

³⁶⁷ Resolución Exenta n

<http://www.svs.gob.cl/documentos/res/res_2005_707.pdf> [Última visita: 6 de Diciembre de 2012]

De todas formas, la SVS rechaza los descargos, ya que aún con las medidas tomadas, ello resulta posterior, por ende, la infracción al artículo 65 de la LMV ya está consumada. Con dicho motivo se aplica una sanción de 100 UF.

Este caso también se resuelve en virtud de la mera infracción, sin considerar el resultado o posible resultado que tal infracción pudo haber tenido en el mercado. Por ende, no se analiza en este punto si se indujo o pudo inducir a error en el precio de los valores en el mercado, lo relevante es que la información fue falsa, y por ende se asume su idoneidad para inducir a equívocos. De esta forma, sólo tangencialmente podríamos decir que puede tratarse de manipulación de precios, más pareciera que lo determinante para la SVS es la falsedad de la publicidad.

7.1.3.4. Víctor Manuel Ojeda Méndez³⁶⁸.-

A continuación presentamos un caso que se resuelve en virtud del artículo 61 de la LMV, lo cual resulta muy novedoso en el sentido de que éste tiene aparejada una sanción penal, mas, en el caso que estudiaremos, se aplica una multa. Lo anterior resulta muy curioso, pues existe otro artículo, como es el 65 de la LMV, que específicamente sanciona la difusión y publicidad de información, administrativamente. No queda claro, sin embargo, la razón de por qué se aplicó uno y no el otro y, si lo que se quería era realmente imponer el artículo más gravoso, no tiene sentido que no se le haya aplicado la sanción penal. En otras palabras, nuevamente se parece afirmar que la tipificación no es la más adecuada e induce a error. De todas formas, es relevante para nuestro estudio el hecho de que se aplique la sanción administrativa máxima que puede imponer la SVS en virtud de su ley orgánica.

El caso versa sobre los hechos vinculados al alza de precio de la acción “Schwager”, que procedieron durante el segundo semestre de 2004, y las operaciones de compra y venta que realizó la sociedad de Inversiones Gestión Ltda., de propiedad de Víctor Manuel Ojeda Méndez. La acusación de la SVS se funda en la supuesta infracción al artículo 61 de la LMV, del sujeto

³⁶⁸ Resolución Exenta n

□ 665 de 5 de Diciembre de 2005.

ya mencionado, por publicar en el diario “Estrategia” información falsa y tendenciosa sobre las acciones Schwager durante el periodo en cuestión.

La SVS logra acreditar que desde Septiembre de 2004 las acciones Schwager experimentaron un alza en el mercado en virtud de rumores y noticias que circularon en el mercado relacionado con el ingreso de la empresa al negocio de bonos de carbono. Lo relevante es que el principal medio por donde circuló tal información, fue en el Diario “Estrategia”, del cual era presidente y director a la fecha, Víctor Ojeda. A mayor profundidad, entre el 1 y el 7 de Octubre, se publicaron al menos cinco referencias a Schwager, el bono de carbono, el aumento de capital y las expectativas de precios futuros de las acciones.

Adicionado a lo anterior, la sociedad Inversiones Gestión Ltda. invirtió \$58.605.000 en acciones Schwager, las cuales con posterioridad enajenó a un valor de \$241.897.625, “equivalente a un 313% promedio de retorno sobre la inversión”³⁶⁹. Durante dicho periodo, el precio de la acción Schwager llegó a aumentar en un 400%.

Resulta importante señalar que la SVS considera que los aumentos de precio de la acción fueron consecuencia directa de las publicaciones en el diario, fundado, principalmente, en la coincidencia de aumento de precio cuando aparecía una nueva entrevista. El problema, sin embargo, es que al momento de publicarse tales rumores, no existía evaluación técnica que justificara tal información.

El señor Ojeda Méndez presenta múltiples defensas, una de ellas es la relativa a la libertad de expresión y prensa en Chile, sin embargo, ello es desestimado por la SVS en el sentido que la acción realizada de difusión de información tendenciosa está expresamente tipificada como ilícito. Además señala que otros medios de prensa también comunicaron información similar, a lo cual responde la SVS que dichas publicaciones no tuvieron un efecto tan relevante en el mercado como las que aparecieron en el diario “Estrategia”, aunque también podría haber señalado el hecho del conocimiento de la falsedad de las declaraciones, como determinante.

³⁶⁹ *Íbid.* p. 3

Por todo lo anterior, la SVS considera que la publicación de información sobre los bonos de carbono no era más que una incipiente expectativa, y su comunicación generó un “efecto directo e inmediato en el precio y volúmenes transados de la acción y, con ello, introdujo una fuerte distorsión en el mercado de valores”³⁷⁰.

Resulta interesante la definición de “tendenciosa”, que realiza la SVS para determinar si la información difundida cae en el tipo o no, utilizando para ello, la definición que realiza la Real Academia Española de la Lengua, señalando que en el caso particular “el carácter tendencioso de la información difundida radica en la presentación parcial y en la circunstancia de que ella obedece a otros propósitos”³⁷¹ distintos de informar.

De tal forma, se logra acreditar que el diario que dirigía Víctor Ojeda ha sido utilizado como medio para llevar a cabo una estrategia comunicacional para incrementar el valor de las acciones Schwager, lo cual, a su vez, le generó un beneficio directo al momento de enajenar las acciones que tenía en su propiedad. De esta forma, se concluye que se ha infringido el artículo 61 de la LMV, por lo cual se aplica una sanción a Ojeda Méndez de 15.000UF, el máximo permitido por la ley.

7.2. Jurisprudencia Penal.-

Como ya adelantábamos, no existen muchos casos que hayan llegado a instancias penales relativos a la manipulación de precios, salvo aquéllos que suelen confundirse con fraude o estafa, en cuyos casos se resuelven por ese medio.

Dentro de los casos que podrían servir para nuestro análisis, encontramos uno que infringe el artículo 53 de la LMV. Esto parece relacionarse con la forma como ha sido entendido en la jurisprudencia comparada, especialmente en EEUU, donde la existencia de fraude en la manipulación agrava la conducta, de tal forma que se podría considerar que la sanción penal sería la más adecuada. El otro caso que analizaremos se basa en una sentencia de primera

³⁷⁰ *Íbid.* p. 11

³⁷¹ *Íbid.*

instancia que sobresee definitivamente la causa, pero que, cuyo motor de acción es el artículo 52 de la LMV. Por último, se presenta un caso en que se invoca el artículo 61 del mismo texto legal, sin embargo su uso es equivocado y termina por desestimarse.

7.2.1. Recurso de Amparo de Zylberberg Klos y José Yuraszeck Troncoso³⁷².-

Este caso resulta relevante para nuestro análisis por referirse a la infracción del artículo 53 de la LMV en sede penal, basado, principalmente, en transacciones ficticias dentro del mercado de valores, sin embargo, se comprueba lo que ya hemos sostenido con anterioridad, la intencionalidad como un elemento fundamental del tipo sobre todo en sede penal, donde ella no se puede presumir y no basta con un dolo eventual. Ello llama la atención, principalmente, porque la tipificación del artículo no lo incluye, pero se ha entendido que en sede penal, por ser de *última ratio*, se debe solicitar este requisito.

De esta forma, el caso es resuelto en primera instancia por el Trigésimo Séptimo Juzgado del Crimen de Santiago, condenando por infracción al artículo 53 inciso 1 de la LMV, a Zylberberg y Yuraszeck con sanción de arraigo. Sin embargo, este fallo es impugnado por los afectados, por falta de motivos para probar la concurrencia de transacciones ficticias.

El auto de procesamiento que impone el arraigo, estableció como hecho punible la celebración de un contrato de prestación de servicios, que se presentó como dos contratos, uno de compraventa y otro de promesa de compraventa de acciones de una Sociedad Anónima. La SVS establece que esta transacción habría sido ficticia, pues en conjunto ambos contratos realizaban una compraventa de la totalidad de las acciones B de la empresa, a un precio superior al de las transacciones de las acciones A, adquiridas en oferta pública.

La Corte de Apelaciones estima que el hecho de que el resto de las acciones A de la empresa se hayan enajenado por oferta pública, mientras que las acciones B en procedimiento privado a un precio superior, no es suficiente para establecer que la transacción fue ficticia.

³⁷² Sentencia de la Corte Suprema de 26 de Noviembre de 2000, ROL 3783-2000. Disponible en: www.legalpublishing.cl [Última visita: 23 Junio 2011]

Pese a que la Corte Suprema repite la sentencia de alzada en gran parte, y la confirma, resulta interesante revisar lo que sostiene el voto de minoría. El ministro señor Pérez, señala que el modo de analizar el caso, es teniendo como un todo las acciones de la empresa (A y B), pues de esta forma se llegaría fácilmente a la conclusión, que las acciones que se transaron por vía privada se hicieron a un precio muy superior al del mercado –hasta 750 veces su valor-. Al mismo tiempo, los contratos estaban sujetos a una serie de exigencias que ninguno de los accionistas a quienes iba dirigida la oferta pública de acciones podía conocer, en otras palabras, bajo la apariencia de una oferta de las acciones A, se pactaban otros acuerdos secretos que constituían la esencia de la transacción. Por todo lo anterior, podría concluirse que cumple con el tipo de transacciones ficticias, al existir una simulación, fingimiento o engaño, de tal forma que el resto de los accionistas, de haber tenido el conocimiento de estas conductas, habrían pactado en forma muy diferente.

Aún cuando este caso hace más menciones de forma que de fondo, resulta relevante el hecho de que al tratarse de derecho de *última ratio*, se requieren de pruebas concretas para condenar y no únicamente supuestos o apariencias. De esta forma, el ilícito penal se asemeja mucho más al fraude o estafa, que el ilícito considerado en sede administrativa, donde bastaba que la transacción tuviese una finalidad distinta, una intencionalidad de realizar un negocio diferente.

De todas formas, debemos recordar que el bien jurídico protegido es la transparencia y confianza en el mercado, y en el caso no pareciera que ésta se haya puesto en peligro. Principalmente, por el hecho de que no ha existido intencionalidad ni un resultado de hacer variar artificialmente los precios, ahora, si con posterioridad a esta adquisición, los accionistas decidiera enajenar estas acciones de vuelta a la sociedad, entonces se asemejaría un poco más a las transacciones estudiadas en la jurisprudencia administrativa, tildadas como ficticias.

Si hubiese existido más pruebas que fundamentaran el voto de minoría, como la posibilidad de que esta compra hiciera variar o fijara los precios a un nivel artificial, o, lo que resulta más difícil de probar, la intención de realizar un negocio distinto, entonces no habría

duda de que estamos frente al ilícito del artículo 53 de la LMV. Sin embargo desconocemos la potencialidad de dichas acciones para lograr la desconfianza en el mercado.

7.2.2. Recurso de Queja del Presidente del Consejo de Defensa del Estado³⁷³.

Este caso resulta relevante para nuestro análisis, pues tal como el anterior, demuestra la relevancia de la intencionalidad al momento de incurrir en el delito de manipulación de precios. Pese a que es un recurso de queja y no queda determinado si se acoge o no la demanda, por tratarse del proceso penal antiguo, es interesante su análisis, por considerar tanto el artículo 52 de la LMV como el artículo 285 del Código Penal, y mencionar como parte del tipo, el elemento subjetivo, lo cual acarrea una dificultad probatoria, que puede terminar en la desestimación del caso.

La causa comienza cuando el Presidente del Consejo de Defensa del Estado, a nombre del Fisco de Chile, interpone recurso de queja, en contra de los miembros de la 5ª sala de la Corte de Apelaciones de Santiago, por confirmar el cierre sumario y sobreseimiento definitivo del proceso criminal 99.485-6 del Segundo Juzgado del Crimen de Santiago. Ello, por estimar que la indagación sumarial no se encuentra agotada y que los hechos denunciados constituyen los delitos del artículo 52 inciso 1 de la LMV y del artículo 285 del Código Penal.

El caso de primera instancia se inicia por denuncia del Superintendente de Valores y Seguros el 19 de marzo de 1982, fundado en “el alza inusual, irregular y artificiosa”³⁷⁴ de las acciones de Banco de Chile, Banco Hipotecario y de Fomento de Chile, Compañía Industrial y Tecno Industrial y otras que presentaron alzas injustificadas en sus valores, con fecha 30 de Diciembre de 1981. Lo relevante, es que dichas acciones fueron adquiridas por distintas sociedades inversoras, todas ellas pertenecientes al grupo controlador B.H.C., es decir, se encontraban interrelacionadas entre sí, a nivel directivo y administrativo.

³⁷³ MJCH_MJJ5720 | RDJ5720, MJJ5720. Fallo de la Corte Suprema de 4 de Julio de 1984. Disponible en World Wide Web: <<http://www.microjuris.com>> [Última visita: 09 Enero 2012]

³⁷⁴ *Ibid.* p. 1

Para acreditar la artificialidad de las alzas, el demandante destaca que aquellas habrían sido considerablemente mayores que las de días anteriores; que el número de acciones transadas habría sido bastante superior que el de los meses previos; que el poder comprador de las empresas pertenecientes al grupo B.H.C era de \$131.000.000, y el día en cuestión habría invertido \$110.000.000 en compras de acciones del Banco de Chile, B.H.C., Compañía Tecno Industrial, y Compañía Industrial, todas del mismo grupo. Por último, al día hábil siguiente (primer día de Enero de 1982), aquellas acciones bajaron violentamente, continuando la tendencia depresiva que la bolsa tenía en dicho entonces.

Para evitar una depresión mayor, la SVS debió intervenir los precios, tratando de ocultar las maniobras ilícitas artificiosas que se habrían llevado a cabo en el mercado, ello para impedir que se consideraran como transacciones reales, lo cual multiplicaría las consecuencias.

Pese a todo lo anterior, no se logra acreditar ante el tribunal de alzada, el hecho de que efectivamente existiera una maquinación o conducta artificiosa de las empresas, con objeto de lograr una fijación artificial de los precios. En otras palabras, no se cumple con el tipo descrito en el artículo 52 de la LMV. Sin embargo, el Presidente del Consejo, considera que no se han agotado todas las diligencias, como para decretar un sobreseimiento definitivo, por lo cual la Corte dicta que se debe reponer el proceso al estado de sumario.

Lo relevante en este caso, es el hecho de la intencionalidad que debe existir en la manipulación de precios en sede penal. No basta con que efectivamente se hayan alterado los precios, o exista un alza injustificada de ellos, sino que efectivamente se debe haber incurrido en la conducta con el objeto de manipular los valores. Al mismo tiempo, el hecho de que el único caso que ha llegado a estas instancias sea de 1982 (muy cercano a la fecha de publicación de la LMV) nos hace creer que esta norma ha caído en desuso con el tiempo, distanciándose de su ámbito penal.

7.2.3. Proceso contra el Senador don Francisco Javier Errázuriz Talavera³⁷⁵

El caso a continuación resulta relevante por hacer mención al artículo 61 de la LMV, relativo a las declaraciones falsas o tendenciosas con objeto de inducir a error en el mercado – básicamente en los precios de los valores-. Nuevamente se recalca la importancia de la intencionalidad en estos casos, lo cual puede ser acreditado a través del conocimiento de la falsedad de los hechos que se comunican. Además, como novedad, se diferencia el mercado de valores del mercado financiero, estableciendo que el delito es restrictivo del primero de ellos y, por ende, no puede aplicarse por analogía.

En el caso en cuestión, al tratarse de un parlamentario, conoce la Corte respecto a la solicitud de desafuero. Dicha petición incide en la causa 26.464-7 del 23 juzgado del de Santiago, iniciado por querrela criminal presentada por el abogado del Banco BHIF en virtud de perseguir la responsabilidad del señor Errázuriz como autor del delito previsto en el artículo 61 de la LMV. Lo anterior en virtud de que Errázuriz habría realizado declaraciones ante diversos medios de prensa escrita, respecto a la mala situación que atravesaría el Banco BHIF.

De esta forma, la querrela criminal se funda en el hecho de que Francisco Javier Errázuriz, entre el 19 y 20 de Octubre de 1992 habría formulado ante los diarios “La Segunda”, “La Nación”, “El Mercurio”, “La Época”, “La Tercera” y “Estrategia”, graves denuncias contra el Banco BHIF, en relación a la supuesta mala situación que éste atravesaría, motivo por el cual se habría apropiado de 1.200.000.000 de su propiedad. Señalando en una de sus declaraciones: “Me apresuro a cobrar el dinero porque el BHIF está en problemas financieros, como es público, han retirado activos y dejado un hoyo en el Banco”³⁷⁶, instando incluso al público general a apresurarse en cobrar las deudas con dicha entidad, lo que –como ya hemos revisado- claramente puede acarrear el pánico económico.

³⁷⁵ RDJ2931, MJJ2931. Fallo de la Corte Suprema de fecha 22 de julio de 1994. Disponible en World Wide Web: [http://el.microjuris.com/getContent?reference=MJCH_MJJ2931&links=\[ARTICUL.%2061,%20LEY.%2018045\]](http://el.microjuris.com/getContent?reference=MJCH_MJJ2931&links=[ARTICUL.%2061,%20LEY.%2018045]) [Última visita: 09 Enero 2012].

³⁷⁶ *Ibid.* p. 2

El querellante señala que se cumple con el tipo del artículo 61 de la LMV, en cuanto cada vez que se difunden noticias “falsas o tendenciosas” debe ser intencional, pues no cae la hipótesis de que quien las comunique no lo haga con dolo –excepto que desconozca su falsedad-. Al mismo tiempo, señala que la finalidad de la conducta, ha sido inducir a error en el mercado.

Errázuriz, a su vez, se defiende diciendo que sus declaraciones no tienen nada de falso, y no corresponden a informaciones tendenciosas, a la vez que señala que las ha dado en un contexto de defensa por anteriores ataques que habría hecho Banco BHIF en su contra, lo cual habría afectado la valoración de acciones de su propiedad. Todo lo anterior es acompañado de documentos que acreditan la mala situación financiera de BHIF, por lo que concluye que no habría cometido el delito establecido en el artículo 61 de la LMV.

En virtud de los descargos de las partes y las pruebas adjuntas, el Tribunal llega a la conclusión de que los artículos de los diversos diarios respecto a las declaraciones de Errázuriz no constituirían el delito del artículo 61 ya mencionado, pues: (1) ellas han sido dadas en un clima de beligerancia entre querellante y querellado; (2) que en tal clima, no es posible concluir que las declaraciones hayan sido hechas con la intención de inducir a error al mercado; (3) que por todo lo anterior, es posible concluir que no existió ánimo doloso de parte del querellado. Por último se sostiene que tampoco se ha invocado el precepto correspondiente, en cuanto los bancos forman parte del mercado financiero, como independiente al mercado de valores.

Por todo lo anterior, se sostiene que las declaraciones vertidas por Francisco Javier Errázuriz no constituyen el medio idóneo para afectar o inducir a error en la cotización de los títulos que haya emitido el Banco BHIF, es más, no ha quedado de manifiesto que dicho Banco participe en mayor grado en el mercado de valores. De esta forma, se niega la petición de desafuero del Senador.

A modo de conclusión, podemos decir que se comprueba lo que ya sosteníamos a principios de este capítulo, en cuanto a que la conducta requiere de al menos dos requisitos, primero que quien realice la comunicación conozca la falsedad de la información, y segundo que ésta sea creíble. Por ende, el hecho de que se de en un clima hostil entre las partes, hace que se le

reste credibilidad e intencionalidad de causar un daño en el mercado –que como ha quedado demostrado es un presupuesto esencial del delito penal-.

8. Conclusiones Manipulación de Precios en Chile.-

En Chile no existe mucha doctrina ni jurisprudencia que haga referencia al ilícito consagrado en el artículo 52 de la LMV, pues el abuso de mercado ha tendido a asimilarse a información privilegiada o transacciones ficticias o fraudulentas (artículo 53 de la LMV).

Si bien en la doctrina comparada la manipulación puede basarse en acción, información y negociación, en nuestro país tiende a diferenciarse entre tres ilícitos diferentes. El artículo 52 de la LMV y 65 del Reglamento, consagran la manipulación de precios a través de cualquier transacción que tenga dicho objeto. Si bien esta es la manipulación *per sé*, no cabe sino entender que la manipulación de precios en nuestro país se extiende más allá de la conducta tipificada en el artículo 52 ya mencionado. De esta forma el artículo 53 de la LMV y 66 del Reglamento, se refieren a las transacciones ficticias, siendo el primero de ellos tan amplio, que no exige que con dichas maniobras se altere el precio de los valores. Por último, el artículo 61 de la LMV y 68 del Reglamento, señalan el ilícito de difusión de información falsa con sanción penal, mientras que el artículo 65 de la LMV se refiere a la difusión de información como ilícito administrativo, mas, éste último no exige directamente una intencionalidad de alterar los precios.

Sin embargo, el hecho de esta tipificación en cuatro preceptos distintos, la vuelve confusa e incluso provoca que ciertas sanciones desaparezcan, como es la aplicación del artículo 285 del Código Penal, o la aplicación en sede penal de los artículos 52, 53 y 61 de la LMV. Incluso se ha sostenido que podría existir infracción al principio *non bis in ídem*, pues entendido como que “unos mismos hechos no pueden ser objeto de penas judiciales y sanciones administrativas”³⁷⁷, no aparece un límite de gravedad o intencionalidad entre una conducta y otra que permitan el respeto a dicho principio.

³⁷⁷ NIETO, Alejandro. *Op. Cit.* (n°146) p. 186

A partir de los casos estudiados, queda claro que la tendencia en Chile es la sanción administrativa a dicho ilícito, lo cual se traduce en multas tanto a la persona jurídica como a la persona natural que la represente, en caso de haber incurrido en responsabilidad. La persona natural incurre en esta conducta no sólo cuando su actuar es doloso, sino también cuando actúa de forma negligente. En el fondo se ha equiparado dolo y culpa por el rol que cumple el colocador de acciones o corredor de bolsa en el mercado, pues al manejar dineros ajenos, se eleva la exigencia de una buena conducta. De esta forma, en general, la persona natural es sancionada por la administración negligente que hace de la persona jurídica, o directamente por la intención manipuladora con la que ésta podría actuar.

Pese a que se ha sostenido que cualquier persona puede incurrir en este ilícito, la jurisprudencia ha sancionado en su mayoría a corredores de bolsa y colocadores de valores, lo cual deja de manifiesto que se requiere de una posición determinada en el mercado para poder generar una manipulación. Con esto no queremos decir que solo los corredores o colocadores de acciones pueden incurrir en manipulación, sino que se requiere una presencia relevante en el mercado, pues es la única forma de tener una potencialidad para hacer variar las cotizaciones. Esta presencia debe ser relevante en el mercado en que se transe, es decir, si el mercado de acciones de determinada sociedad tiene 5 acciones y el sujeto es dueño de 3, entonces tendrá una posición relevante, y podrá manipular. Lo mismo si está vinculado a la información de determinado mercado -aunque no sea de todo el mercado de valores, como los corredores de bolsa-, o es cercano a ella. En otras palabras, lo que se hace es recoger el concepto comparado de “manipulador”, entendido como un sujeto especial, que detenta cierta calidad en el mercado.

Otro aspecto a destacar, es que la SVS ha entendido que la manipulación no requiere necesariamente de colusión de dos agentes del mercado, perfectamente puede ser un solo agente, que utilice un corredor u otro agente para su propio beneficio. Así, una sociedad que realice recompra, puede hacerlo directamente a través de un participante del mercado con el que no exista acuerdo.

Para imponer las sanciones en nuestro país no se realiza una real valoración del beneficio que se ha obtenido, pues la SVS al momento de establecer la multa, lo que hace es valorar la prueba y los antecedentes, dentro de los cuales está el beneficio, pero que no parece

ser lo más relevante. De tal manera, queda a discreción de la misma el monto que se impondrá, lo cual puede ser muy peligroso por los resultados inequitativos que puede acarrear. Como hemos estudiado, una forma más eficiente de evitar estos delitos, es que la sanción sea superior al beneficio y que se sancione aún cuando éste no se haya obtenido, pues de todas formas se afecta la confianza en el mercado.

En cuanto al artículo 52 de la LMV, su redacción apunta a que la real exigencia es más una intencionalidad de manipular los precios que el efecto que ello pueda producir. Por ende, el actor debe actuar con el “objeto” de hacer variar artificialmente los precios, o al menos, tener conciencia de que la conducta incurrida podría provocar dicho resultado. Sin embargo, el estándar utilizado por la SVS pareciera ser menos estricto, pues aún sin que exista una intencionalidad directa de provocar una alteración en los precios, si el sujeto conoce que puede tener dicho resultado y de todas formas incurre en la conducta, es decir, actúa con dolo eventual, caerá en el tipo.

Desde el ámbito penal, no existe mucha jurisprudencia, sin embargo, pareciera ser que lo que se sanciona son los medios fraudulentos para hacer variar la cotización de valores, más que la manipulación en sí. Sin embargo, aún los casos que hacen mención al artículo 52 de la LMV, parecen ser reacios a la idea de imponer una sanción penal privativa de libertad, estableciendo barreras probatorias muy altas, que se relacionan con la intencionalidad de la conducta. Así, a diferencia del estándar administrativo, probar la existencia de manipulación de precios en sede penal se hace muy difícil, pues es necesario que efectivamente exista dolo directo.

En relación a lo anterior, la ausencia de sanciones penales concretas resulta muy extraña, pues aún entendiendo que la SVS considere que la gravedad no es suficiente como para constituir un delito, las actas del proyecto de ley dejan constancia de que todo engaño, falsedad o emisiones fraudulentas merecen sanción penal. Ahora, aún si no lo entendiera así, no se comprende por qué no se ha hecho uso del artículo 285 del Código Penal en caso de manipulación del artículo 52 de la LMV que, efectivamente, consiguieren alterar los precios. ¿Será que la SVS considera que entregando los antecedentes al ministerio público ella debe abstenerse de pronunciamiento para no afectar el *non bis in ídem*? ¿O simplemente prefiere aplicar una multa que será efectiva antes de que conozca un tribunal penal que seguramente no

aplicará sanción alguna? En este punto, nosotros nos inclinamos por la última de las alternativas, pues ha quedado de manifiesto que los tribunales son reacios al momento de aplicar sanciones privativas de libertad, sobre todo por las dificultades probatorias al momento de establecer si existe o no intención.

En relación al artículo 53 de la LMV, su gran parentesco con el fraude ayuda a que la jurisprudencia efectivamente sancione a quienes incurren en transacciones ficticias o que intenten inducir a transar de determinada forma en el mercado. Aquí basta la existencia de la transacción falsa para caer en el tipo, pues ello ya pone en peligro en demasía la confianza del público en el mercado, lo cual aliviana la carga probatoria, permitiendo que efectivamente se pueda sancionar penalmente. Queda claro, de todas formas, que no es necesaria una intención de manipular los precios, sino que basta la ausencia de sentido económico de la transacción, pues ello siempre repercutirá en los valores transados en el mercado.

Por último, en el artículo 65 de la LMV tampoco se requiere de intencionalidad, basta que la publicación sea idónea para inducir a equívocos en el mercado. Mientras que el artículo 61 de la ley en comento, quizás por su aplicación en sede penal, pareciera requerir de intencionalidad a la hora de consumarse, tal como lo establece su redacción. Si bien, ninguno de los dos se refiere específicamente a la manipulación de precios, no pueden entenderse ajenos a ella, pues esta conducta siempre que se realice en relación al mercado de valores, repercutirá en el mismo.

De todas formas cabe mencionar que, conforme a la información pública, en la actualidad el caso de “La Polar” podría entenderse como un claro ejemplo de manipulación de precios basado en información falsa e indicios engañosos, que llevaron a la constitución de una burbuja que habría explotado el 2011, cuando se conocieron los verdaderos balances de la empresa. Si bien este caso claramente podría tener aparejadas sanciones penales por la manipulación, la jurisprudencia no es muy alentadora.

Ahora bien, quizás por las mismas razones que sostenemos más arriba –la poca aplicación en sede penal de tales ilícitos-, en el caso La Polar no se han formulado aún cargos en virtud del artículo 52 o 53 de la LMV, pero si se ha hecho respecto del artículo 61 de la misma,

en virtud de las declaraciones “maliciosamente falsas” sobre el estado financiero por parte de sus gerentes, lo cual ayudó a crear la burbuja financiera a través de las repactaciones unilaterales³⁷⁸. Por ende, podemos decir que aún hay esperanza de que se pueda sentar un precedente sobre este tipo de delitos. Sin embargo, hasta el minuto, sólo se han formulado cargos administrativos, por falsa información a la SVS, al mercado, por transar con información falsa y cuentas irregulares del gobierno corporativo³⁷⁹, y todo pareciera apuntar a que las sanciones penales estarán fundadas en fraudes y estafas, u otros delitos especiales –tal como la obtención fraudulenta de créditos bancarios- más que en la LMV, tal como estudiamos en nuestra propia jurisprudencia y en la regulación comparada.

De esta forma, pareciera que la jurisprudencia ha entendido que las sanciones administrativas, esencialmente de multa, pueden ser mucho más efectivas que las sanciones penales, pues los tribunales tienden a desestimar estos casos por la gran dificultad de prueba. Pero no tiene mucho sentido que existiendo una doble tipificación del ilícito (artículo 52 LMV y 285 Código Penal) al primar la regla de la especialidad se desestime la sanción penal, siendo que ambos la tienen aparejada ¿Por qué no aplicar sanción penal y administrativa conjuntamente sin violar el principio de proporcionalidad, tal como lo considera la LMV?. Esta sería la única solución para evitar el hecho de sancionar a una sola persona, que por lo general no es “quien manda”³⁸⁰, lo cual genera que la empresa no reciba una sanción concreta, y pueda seguir actuando en el mercado de valores.

³⁷⁸ S.A. “Minuto a minuto, ex ejecutivos de La Polar quedaron en prisión preventiva”. <En Línea> Cooperativa.cl, 16 de Diciembre de 2011. Disponible en World Wide Web: <http://www.cooperativa.cl/prontus_notas/site/artic/20111214/pags/20111214074728.html> [Última visita: 17 Enero 2012].

³⁷⁹ Para mayor información de los cargos formulados por la SVS, visitar: <http://www.svs.gob.cl/sitio/admin/Archivos/com_20110713-01.PDF> [Última visita: 10 Enero 2012]

³⁸⁰ Es conocido que se suele poner a la cabeza de una empresa a alguien para que sea él quien efectivamente asuma la responsabilidad en caso de infracciones a la ley –por ello los sueldos suelen ser los más altos- mas esta persona, por lo general está a disposición del verdadero dueño.

CONCLUSIONES GENERALES

La tipificación del ilícito manipulación de mercado, busca proteger “la libre formación de los precios según las leyes del mercado”, para que ellos reflejen toda la información disponible, lo cual se traduce en eficiencia y confianza en el mismo. Sin embargo, debemos entender que el bien jurídico protegido a nivel general es aún más importante, pues se trata de un bien de la sociedad toda, como es la fe pública, la confianza en que el tráfico jurídico funcione correctamente.

La doctrina comparada ha reconocido la existencia de tres maneras de realizar la manipulación de precios en el mercado de valores; a través de acción, negociación e información. Esto se podría aplicar en Chile, sin embargo, el único precepto que consagra la manipulación de precios es el artículo 52 de la LMV, el cual lo hace de manera amplia, sin detenerse en las formas en que se puede incurrir en dicho ilícito. Tanto el artículo 53 como 61 y 65 de la LMV se refieren a transacciones ficticias e información falsa respectivamente – tipificadas de forma muy similar a la sección 9 del SEA-, sin embargo, la variación en la cotización de valores se presenta sólo como una posibilidad, mas su ilicitud no descansa en ese hecho.

En virtud de la jurisprudencia analizada, podríamos sostener que, efectivamente, existen casos de manipulación de precios a través de la negociación, tanto a través de la “autocartera” como de “ofertas de bloque” o “limitación de oferta”, lo cual genera alzas en los valores. Sin embargo, lo que efectivamente se sanciona aquí, es la generación de indicios falsos para los posibles “buscadores de información”. Además se hace prudente mencionar que no es necesaria la concertación de dos agentes del mercado para que se produzca manipulación de precios, basta que uno de ellos incurra en conductas engañosas por sí mismo o utilizando a otro con presencia en el mercado, pese a que éste último esté actuando en virtud de las leyes de la competencia. Pese a todo lo anterior, la prueba de la existencia de este tipo de manipulación es muy difícil, pudiendo llegar a considerarse casi una “prueba diabólica”, pues depende únicamente del

ámbito interno del sujeto y pese a que pareciera correcto afirmar que la manipulación basada en negociación difunde indicios falsos en el mercado, lo cual hace que quien incurra en dicha conducta obtenga un beneficio con ello –la mayor parte de las veces pecuniario-, ello caería dentro del artículo 53 de la LMV, por lo que si fuera el único supuesto volvería innecesaria la tipificación del artículo 52 de la misma norma.

De todas formas, se ha realizado una distinción, en los distintos sistemas jurídicos, entre el ilícito penal y administrativo. En Estados Unidos este ilícito tiene una connotación únicamente administrativa –aunque ello podría cambiar si se aplicaran las sanciones correspondientes al fraude-, y las sanciones de incurrir en la conducta van desde multas hasta amonestaciones o suspensiones. Sin embargo, lo que nos interesa, es que los requisitos de este ilícito en el derecho comparado parecen ser diferentes que cuando aquél cae en la esfera del derecho penal. El ilícito administrativo parece apuntar hacia la “potencialidad” de la conducta de producir efectos artificiales en el mercado, con independencia del resultado y de la intencionalidad³⁸¹. En ellos, el elemento subjetivo no es eliminado completamente, sino que se reduce su magnitud, de esta forma, pueden incurrir en la conducta por “dolo eventual” y por negligencia, en otras palabras, bastará que la conducta tenga la potencialidad de hacer variar artificialmente los precios, y que el agente no haya hecho nada para evitarlo, pudiendo hacerlo. En cambio, el delito penal español exige la concurrencia de dolo directo, ya que las maniobras deben estar dirigidas, y no únicamente tener una potencialidad de manipular el mercado³⁸², mas el delito en Reino Unido señala que puede ser con resultado o intención de manera independiente, lo importante es que exista un ánimo fraudulento.

En nuestro país, en cambio, no se hace distinción entre el ilícito penal y administrativo, pues están consagrados en la misma norma legal –el artículo 52 de la LMV-. Por ende, los requisitos debiesen ser los mismos en uno y en otro, pues se trata de una única conducta sancionada en dos niveles. El precepto señala claramente que incurrirá en el ilícito quien realice transacciones con el objeto de fijar el precio a nivel artificial, y así lo ha entendido la jurisprudencia nacional, que ha desestimado casos por falta del elemento subjetivo. Por su parte,

³⁸¹ Ello se puede desprender tanto de la redacción de las normas, como de la jurisprudencia analizada.

³⁸² Cuando se habla de manipulación basada en negociación, el requisito suele ser más amplio, y se exige la intencionalidad más el resultado. Así se desprende del artículo 4 de la Directiva 2003/124/CE.

el artículo 53 de la LMV no requiere una intencionalidad, sino que lo relevante es que la conducta genere o pueda generar indicios falsos –la misma distinción se realiza en la Directiva 2003/124/CE, entre manipulación basada en acción y en información-.

Es interesante en este punto detenernos en nuestro propio ordenamiento, donde resulta extraño el hecho de haber separado la conducta manipuladora –que en el proyecto original era una sola- en diversos preceptos dentro de la misma ley, sobre todo considerando que todos ellos caen dentro del artículo 52 de la LMV cuando afectan los valores transados en el mercado de valores, y luego son sancionadas –al menos la manipulación basada en negociación y en acción- de manera equivalente (por el artículo 59 de la LMV). Esto no sólo genera confusión al momento de determinar qué norma se debe aplicar para la conducta en la práctica –debiendo interpretar artículos para determinar si ellos se refieren a la manipulación de precios o no-, sino que también puede llevar a la desconfianza en la misma y el desuso, tal como lo hemos estudiado en la jurisprudencia de nuestro país, donde la mayor parte de las veces la SVS se pronuncia sobre el artículo 53 de la LMV por (1) ser más concreto y (2) especificar los medios de comisión de la conducta establecida por el artículo 52 de la misma ley. En este punto, debemos cuestionarnos sobre la utilidad de que estos preceptos continúen separados, pues al menos produciría una comprensión más acabada del ilícito si tanto el artículo 52 como el 53 de la LMV formaran parte del mismo tipo.

Un segundo problema atribuible a la tipificación, pero que también puede ser erradicado a través de la unión de los artículos en cuestión, es el hecho de que el artículo 52 de la LMV exige una intencionalidad que en el ámbito judicial resulta muy difícil de probar. Que una conducta de compra o venta de acciones en el mercado de valores haya tenido por objeto la alteración en la formación de precios, sólo puede probarse considerando el ámbito subjetivo del sujeto activo, por ende, a falta de externalización se vuelve casi imposible. Para solucionar este problema, además de integrarlo al artículo 53 de la LMV (que es más específico y no requiere de dolo directo), se puede hacer lo que señala la UE, en cuanto en medida que se incurra en conductas que generen indicios de que el objeto de éstas es la manipulación, entonces se presumirá que ésta era la intención del agente; por ello, en algunas legislaciones se señala que

“la manipulación de mercado recae sobre el comportamiento de sus autores y no en su intención u objetivo, lo que demuestra la incorporación de un régimen de presunción”³⁸³.

Por último, la regulación tan estricta que hace la LMV también provoca rechazo a la hora de determinar el ilícito aparejado a la conducta, con lo que pasan a constituir lo que Hernández ha denominado “normas temibles poco aplicables”³⁸⁴. En el fondo, se refiere al hecho de que “por tipificaciones poco adecuadas, aun cuando se adoptara la determinación de perseguir implacablemente las infracciones en cuestión, conduciría a resultados más bien modestos”³⁸⁵, ello se puede ver claramente en el hecho de la coexistencia de una sanción penal con una administrativa en el mismo artículo, lo cual ha generado que se aplique una u otra, primando principalmente la administrativa, con lo cual pierde su carácter temible que se basa en la sanción privativa de libertad –la cual alcanza hasta 10 años, cuando en el derecho comparado no supera los 7, sin embargo, en la práctica la sanción más alta sólo ha sido de 18 meses-.

En relación al orden punitivo, este ilícito en el derecho comparado tiene aparejadas sanciones penales y administrativas. Sin embargo, los sistemas jurídicos tienden a inclinarse por la última de ellas, y dentro de la misma, por las sanciones de multa. En EE.UU las multas tienen un límite de 50.000 dólares para personas naturales y de 250.000 para personas jurídicas, en España son de hasta 5 veces el importe del beneficio, y en Reino Unido aparecen como ilimitadas. En Chile, la multa que puede aplicar la SVS equivale a 694.665 dólares³⁸⁶, siendo el promedio aplicado a persona natural por infracción al artículo 52 de la LMV, unos 18.000 dólares (400 UF). Si bien, el beneficio debe ser considerado al momento de determinar el monto de la multa, la falta de éste no debe condicionar su procedencia. En virtud de lo estudiado, consideramos que lo más conveniente y equitativo es aplicar una multa múltiplo del beneficio obtenido y nunca inferior al mismo; la cual considere su gravedad, intencionalidad y reincidencia, idealmente a través de una guía similar a la DPPE que se entregue a conocimiento del público (para disminuir el ámbito discrecional que en la práctica tiene la SVS). En caso que no sea medible o no existan beneficios, se debiese aplicar una multa de hasta 15.000 UF –como

³⁸³ DIRECCIÓN DE REGULACIÓN. *Op. cit.* (n.º 16) p. 25

³⁸⁴ HERNANDEZ B. Héctor. “Perspectivas del derecho ...”. *Op. Cit.* (n.º 189) p. 126

³⁸⁵ *Ibid.* pp. 126-127

³⁸⁶ 15.000 UF, considerando un valore de \$21.453 pesos, por UF.

señala la ley de la SVS-, pero considerando los mismos criterios ya mencionados para su determinación exacta.

Pese a las ventajas de celeridad del procedimiento y capacitación técnica de sus funcionarios³⁸⁷, las sanciones administrativas resultan peligrosas, sobre todo las provenientes de la bolsa de valores, pues claramente se podrían ocasionar conflictos de intereses. El problema de otorgar este tipo de atribuciones a estas entidades, es que no se exigen las mismas garantías y procedimientos que si existen a nivel judicial. Además, en virtud de la redacción del artículo 52 de la LMV de manera tan amplia, se produce una gran discrecionalidad al momento de establecer quien ha incurrido en la conducta, lo cual podría traducirse en sanciones injustas. Pese a ello, en la práctica la SVS ha sido muy estricta en el tema, y muy pocos casos han llegado a instancias superiores.

Otro problema relevante de las sanciones administrativas, es cuán disuasivas pueden llegar a ser, pues el sólo hecho de que en distintas legislaciones se apareje una sanción penal al mismo ilícito, demuestra que los legisladores no están tan seguros de su real efecto. Pese a ello, parecieran ser disuasivas cuando la sanción es de cancelación de la sociedad y de multa superior al beneficio obtenido a todos los representantes de dicha persona jurídica. Esta forma, parece más adecuada de sancionar, pues la empresa no puede seguir actuando en el mercado de valores –siempre que a través de ella se haya incurrido en el ilícito-, y que los beneficiados no sólo queden igual que antes de incurrir en la conducta, sino que pecuniariamente peor, con lo cual, se cumple con el fin preventivo. En este sentido, las sanciones consideradas en el extranjero (específicamente en la UE) parecen ser suficientemente disuasivas.

Las sanciones penales por su parte, están aparejadas con los medios de comisión del ilícito, de tal forma, que si ellos resultan fraudulentos o engañosos, se cumple con el tipo y por ende se sanciona. En el fondo, están bastante relacionadas con el delito de estafa y apropiación indebida, más que con la manipulación de precios en sí misma. Sin embargo, en nuestro sistema, no se distingue cuando proceden sanciones administrativas y cuando penales, dejándolo a discreción de la SVS. Por este mismo motivo, son tan escasos los casos de manipulación de precios que han llegado a instancias penales. De todas formas, las sanciones penales

³⁸⁷ ZUÑIGA, Laura. *Op. Cit.* (n°144) p. 1421

relacionadas directamente con este tipo de ilícito, pese a ser altas –hasta 10 años-, al existir falta de desaprobación social de la conducta y dificultades probatorias, en la práctica resultan por lo general bajas, sobre todo considerando la falta de antecedentes de quienes incurren en la conducta. Todo ello, se traduce en salidas alternativas, lo cual vuelve estas sanciones poco disuasivas, y sobre todo, poco efectivas.

Cabe mencionar que el hecho de que una misma conducta se “castigue con una sanción gubernativa y una pena criminal (...) constituye una violación al principio *Non Bis in Idem*”³⁸⁸, por aplicarse dos sanciones al mismo hecho. Ello podría contrargumentarse en medida que se entienda que al ser un mismo poder punitivo del estado, éste lo puede manifestar de la forma que quiera, siempre y cuando sea proporcional con la conducta. En otras palabras, lo que busca proteger el principio *non bis in ídem*, es la proporcionalidad y la cosa juzgada, por ende, bien podría ser que se apliquen dos sanciones, una administrativa y otra penal siempre que no exista exceso punitivo³⁸⁹. Así se ha entendido en EE.UU., pues la sección 32 del SEA impone sanciones penales y administrativas, considerando su aplicación conjunta en caso de tratarse de una persona natural. En la UE., tal como ya lo estudiamos, también se ha adoptado esta postura, tal como lo manifestó el Tribunal de Justicia Europeo, estableciendo que se pueden aplicar conjuntamente siempre que se compensen los importes. En caso que esto atemorice a nuestros jueces, entonces el legislador debería pensar en poner límites entre la sanción penal y la administrativa, sea de gravedad o en virtud de los medios de comisión empleados, como se hace en España. De una cosa si estamos seguros, y es que la tipificación actual deja mucho espacio para interpretación y ello se traduce en una pobre y errática jurisprudencia, lo cual puede repercutir en la eficiencia del mercado.

De todas formas, pareciera ser que una sanción administrativa, efectivamente, puede ser mucho más eficiente que una penal. Pues no sólo es preventiva, en el sentido que los que incurren en ella y los que pretenden incurrir se verán desincentivados a hacerlo, sino que también es retribucionista, pues sanciona directamente el beneficio obtenido. El problema de llegar a esta conclusión, es que no se consideran las garantías de que está rodeado un proceso penal, que resultan necesarias, cuando se trata de un ilícito con un gran significado ético-social

³⁸⁸ CURY, Enrique, *Op. Cit.* (n°334) p. 110

³⁸⁹ DE LA ROSA, José Miguel. *Op. Cit* (n°219) p. 44

(como sería a modo de ejemplo, la manipulación basada en información de “La Polar”). Así, pese a su efectividad, las sanciones administrativas no se debiesen aplicar a ilícitos que afecten de manera considerable el bien jurídico protegido, con lo que se hace indispensable determinar cuál será el límite entre sanción administrativa y penal.

BIBLIOGRAFÍA

- ACOSTA, J. *et al.* “Información asimétrica en los mercados bursátiles: Una guía breve de la literatura”. Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa, Vol.6 (3): pp.53-70, 2000. <En Línea> Disponible en World Wide Web: <<http://www.aedem-virtual.com/articulos/iedee/v06/063053.pdf>>[Consultado 22 Septiembre 2011].
- AGGARWAL, Rajesh y WU, Guojun. “Stock Market Manipulation –Theory and Evidence”. San Diego, Estados Unidos, 2003. <En línea> Disponible en World Wide Web: <<http://ssrn.com/abstract=474582> or doi:10.2139/ssrn.474582> [Consultado el 03 Julio 2011].
- AHAMED, Liaquat. “Los señores de las finanzas” -3ª Edición- Barcelona, España: Edición Deusto, 2010.
- ALLEN, Franklin y GALE, Douglas. “Stock Price Manipulation”. The review of Financial Studies, vol. 5 (3): pp.503-529, 1992.
- ALONSO, A., LEGATO, A., VALETUTTO, M. “Información y Volatilidad en el Mercado Financiero”. Información Tecnológica. vol.17 (5): pp. 75-82. Argentina, [s.a.]
- ARAGONÉS, José y MASCAREÑAS, Juan. “La eficiencia y el equilibrio en los mercados de capital”. Análisis Financiero. no.64: pp. 76-89. Madrid, España, 1994.
- ARESTIS, Philip. “Financial liberalization and the relationship between finance and growth”. CEPP working paper, No. 05/05. Junio 2005. <En Línea> Disponible en World Wide Web: <<http://www.landecon.cam.ac.uk/research/reuag/ccepp/publications/WP05-05.pdf>> [Última visita: 25 Octubre 2011].
- AVILES, Victor. “Orden Público Económico y Derecho Penal” -1ra Edición-. Santiago, Chile, Editorial Conosur, 1998.
- BACIGALUPO, Enrique. “La problemática constitucional de las leyes penales en blanco y su repercusión en el Derecho penal económico” En su: “Derecho Penal Económico” -1era Edición- Buenos Aires, Argentina, Editorial Hammurabi, 2005. pp. 53-64.
- BAJO FERNANDEZ, Miguel y BACIGALUPO, Silvina. “Derecho Penal Económico”, Madrid, Editorial Centro de Estudios Ramón Areces, 2001.

- BOLSA DE VALORES, Bolsa de Comercio de Santiago. “Características del mercado bursátil en Chile”. Bolsa de Valores, Chile, 2003. <En Línea> Disponible en World Wide Web: <http://www.bovalpo.com/site/stat/capacitacion/Caracteristicas_del_Mercado_Bursatil_en_Chile.pdf> [Consultado el 22 Septiembre 2011].
- BOTTKE, Wilfried. “Sobre la legitimidad del Derecho Penal Económico en sentido estricto y de sus descripciones típicas específicas” En: Jornadas en honor del Profesor Klaus Tiedemann: (14 – 17 Octubre 1992, Universidad Autónoma de Madrid, España) “Hacia un Derecho Penal Económico Europeo”, España, Estudios Jurídicos, 1995: pp. 637-654.
- BUSTOS, Juan. “Bien jurídico en los Delitos Económicos” Santiago, Chile, 1994.
- CHATTERJEA, A., CHERIAN, J., JARROW R. “Market Manipulation and Corporate Finance: A new perspective”. Financial Management. vol.22 (2): pp.200-209. Blackwell Publishing, 1993.
- CORTAZA, Carlos. “Separación entre derecho penal y derecho administrativo sancionador” [s.a.] <En Línea> Disponible en World Wide Web: <http://www.revistajuridicaonline.com/index.php?option=com_content&task=view&id=100&Itemid=34> [Consultado el 28 Noviembre 2011]
- CURY, Enrique. “Derecho Penal, Parte General” -8va Edición ampliada- Santiago, Chile: Ediciones Universidad Católica de Chile, 2005.
- DE LA ROSA, José Miguel. “Relaciones entre derecho penal y derecho administrativo sancionador. En especial, el principio non bis in ídem”. [s.a.] <En Línea> Disponible en World Wide Web: <<http://jorgezelaya-juridico.blogspot.com/2011/04/relaciones-entre-derecho-penal-y.html>> [Consultado 28 Noviembre 2011]
- DIRECCIÓN DE REGULACIÓN. “El descubrimiento de precios en el Mercado de Valores”. Autorregulador del Mercado de Valores, Colombia, 2010. <En línea> Disponible en World Wide Web: <<http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20100506210715.pdf>> [Consultado el 22 Septiembre 2011].
- DIRECCIÓN GENERAL DE MERCADO INTERIOR Y SERVICIOS. “Hoja de ruta de la Unión Europea para la reforma financiera”. <En Línea>. Disponible en World Wide Web: <http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/roadmap/finanial_reform_es.pdf> [Consultado 14 Mayo 2011]

- FERGUSON, Niall. “El triunfo del dinero” -1ª Edición- Buenos Aires, Argentina: Editorial Debate, 2010.
- FERNANDEZ, B., AZOFRA, V., VALLELADO, E. “Información y conocimiento en los mercados de capitales”. Universia Business review, Actualidad económica, Primer trimestre 2007: pp. 12-25. <En Línea> Disponible en World Wide Web: <<http://ubr.universia.net/pdfs/UBR0012007012.pdf>> [Consultado 22 Septiembre 2011].
- GARCÍA DE ENTERRÍA, Eduardo y FERNANDEZ, Tomás-Ramón. “Curso de Derecho Administrativo II” -1era Edición- Madrid, España, Civitas, 1989.
- GARCÍA SANTOS, M. Nieves. “Ética, Equidad y Normas de Conducta en los Mercados de Valores: La regulación del Abuso de Mercado”. Ética y Economía, no.823: pp.163-188. Madrid, España, 2005.
- GREGOIRE, Jorge. “El ajuste de los precios accionarios a la información: resultados empíricos”. Documentos de trabajo, Serie de investigación. No.11, Universidad de Chile, facultad de ciencias económicas y administrativas: pp.1-23, Chile, 1985.
- GREGOIRE, Jorge y ZURITA, Salvador. “Información y Mercado de Capitales”. Estudios de Economía. Vol. 20 (2): pp. 355-383, Chile, 1993.
- HERNANDEZ B., Héctor. “Perspectivas del Derecho Penal Económico en Chile”. Persona y Sociedad. Santiago, Chile: Área Ciencias Sociales de la Universidad Alberto Hurtado, Vol.19 (1): pp.101-134, 2005.
- _____ “La introducción de la responsabilidad de las personas jurídicas en Chile”. Política criminal Vol. 5 (9): pp. 207-236. Julio 2010. <En Línea> Disponible en World Wide Web: <http://www.politicacriminal.cl/Vol_05/n_09/Vol5N9A5.pdf> [Consultado 23 Enero 2012].
- JARROW, Robert. “Market Manipulation, Bubbles, Corners, and Short Squeezes”. Journal of Financial and Quantitative Analysis. Vol.27 (3): pp.105-130. Estados Unidos, 1992.
- _____ “Derivative Security Markets, Market Manipulation, and Option Pricing Theory”. Journal of Financial and Quantitative Analysis. Vol.29 (2): pp. 131-151. Estados Unidos, 1994.
- KINDHAUSER, Urs. “Acerca de la legitimidad de los delitos de peligro abstracto en el ámbito del derecho penal económico” En: Jornadas en honor del Profesor Klaus Tiedemann: (14 – 17 Octubre 1992, Universidad Autónoma de Madrid, España) “Hacia un Derecho Penal Económico Europeo”, España, Estudios Jurídicos, 1995: pp. 441-452.

- KITCH, Edmund. "Regulation of the securities Market": pp. 813-836, Estados Unidos, 1999. <En Línea> Disponible en World Wide Web: <<http://encyclo.findlaw.com/5660book.pdf>> [Consultado 22 Septiembre 2011].
- LEVINE, Ross. "Stock Markets: A Spur to Economic Growth". Finance & Development, Marzo 1996: pp. 7-10. <En Línea> Disponible en World Wide Web: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1996/03/pdf/levine.pdf>> [Consultado 26 Octubre 2011].
- _____ "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda". Journal of Economic Literature, Vol. 35 (2): pp. 688-726, Junio 1997. <En Línea> Disponible en World Wide Web: <<http://links.jstor.org/sici?sici=0022-0515%28199706%2935%3A2%3C688%3AFDAEGV%3E2.0.CO%3B2-X>> [Consultado 24 Octubre 2011].
- LEVINE, Ross y ZERVOS, Sara. "Stock Markets, Banks, and Economic Growth". [s.a.] <En Línea> Disponible en World Wide Web: <http://www.classle.net/sites/default/files/text/41/ST_MKT_BANKS.pdf> [Consultado 26 Octubre 2011].
- LOSS, Louis y SELIGMAN, Joel. "Fundamentals of Securities Regulation" -4ta Edición-, Nueva York, Estados Unidos, Aspen Law & Bussines, 2001.
- MARIA G., HOWELLS P., SOLIMAN A. "Stock market development and economic growth: the causal linkage". Journal of economic development, Vol. 29 (1): pp. 33-50. Junio 2004. <En Línea> Disponible en World Wide Web: <http://www.jed.or.kr/full-text/29-1/02_J665_PDF> [Consultado 26 Octubre 2011].
- MARTINEZ, Hugo y JIMÉMEZ, Edison. "Criterios para la fijación del valor de las acciones negociables en el mercado de capitales a raíz de la aparición de nuevos factores de riesgo". Formación Gerencial Año 8, no. 1 Mayo (2008): pp. 122-150, Venezuela, 2009. <En Línea> Disponible en World Wide Web: <<http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3296662>> [Consultado 03 Noviembre 2011].
- MORENO, Emilio. "Delitos relativos al mercado y a los consumidores" En: BACIGALUPO, Enrique. "Derecho Penal Económico" -1era Edición- Buenos Aires, Argentina, Editorial Hammurabi, 2005. pp. 379-409

- NIETO, Alejandro. “Derecho Administrativo Sancionador” -4ta edición- España, Editorial Tecnos, 1994.
- NOVOA, Eduardo. “Reflexiones para la determinación y delimitación del delito económico”. Anuario de Derecho Penal y Ciencias Penales. T.35: pp. 43-76, 1982.
- PALIERO, Carlo. “La Sanción Administrativa como medida moderna en la lucha contra la criminalidad económica”. En: Jornadas en honor del Profesor Klaus Tiedemann: (14 – 17 Octubre 1992, Universidad Autónoma de Madrid, España) “Hacia un Derecho Penal Económico Europeo”, España, Estudios Jurídicos, 1995:pp. 469 – 491.
- PARADA, Rigoberto. “El Mercado de valores en Chile: Análisis teórico y características”. Editado por Bolsa de Comercio de Santiago, Santiago, Chile, 1987.
- PÉREZ DEL VALLE, Carlos. “Introducción al Derecho Penal Económico” En: BACIGALUPO, Enrique. “Derecho Penal Económico” -1era Edición- Buenos Aires, Argentina, Editorial Hammurabi, 2005. pp. 29-52.
- PERRONE, Andrea. “Información en el Mercado de Valores y tutela del inversor”. Política Criminal (7) A7-7: pp.1-27, Italia, 2009. <En Línea> Disponible en World Wide Web: <http://www.politicacriminal.cl/n_07/a_7_7.pdf> [Consultado 22 septiembre 2011].
- POLITOFF, S., MATUS, J.P., RAMIREZ, M. “Lecciones de Derecho Penal Chileno, Parte General” -2da Edición- Santiago, Chile, Editorial Jurídica, 2004.
- RAMIREZ, María Lourdes. “La sanción administrativa y su diferencia con otras medidas que imponen cargas a los administrados en el contexto español”. Revista de Derecho (27): pp. 272-292. Barranquilla, 2007. <En Línea> Disponible en World Wide Web: <http://ciruelo.uninorte.edu.co/pdf/derecho/27/10_Las%20sanciones%20administrativas.pdf> [Última visita: 25 Noviembre 2011]
- RODRIGUEZ, Allan. “El Mercado de Capitales en Chile y El Papel de los Fondos de Pensiones”. [s.a.] <En Línea> Disponible en World Wide Web: <<http://www.incae.edu/es/clacds/publicaciones/pdf/cen110.pdf>> [Consultado 07 Noviembre 2011].
- RUIZ, Antonio. “Mercados financieros y crecimiento económico en América Latina: Un análisis econométrico”. Análisis Económico, Vol. XIX (40): pp. 141-165, Primer cuatrimestre 2004. <En Línea> Disponible en World Wide Web: <<http://www.analisiseconomico.com.mx/pdf/4008.pdf>> [Consultado 25 Octubre 2011].

- SALVARY, Stanley. “The accounting variable and stock price determination”. Studies in Economics and Finance. Vol. 18 (2): pp. 26-61, 1998. <En Línea> Disponible en World Wide Web: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=689262> [Consultado 03 Noviembre 2011].
- SIEMS, Mathias. “The EU Market Abuse Directive: A Case-Based Analysis”. Law and Financial Markets Review. Tomo 2: pp. 39-49, 2008. <En Línea> Disponible en World Wide Web: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1066603&referer=http%3A%2F%2Fworks.bepress.com%2Fmathias_siems%2F30%2F> [Consultado 22 Septiembre 2011].
- SOTO, Miguel. “El bien jurídico protegido en los llamados delitos económicos... ¿Una falsificación conceptual?”. Revista de derecho económico. (70-71): pp. 73-89. Santiago, Chile, 1988.
- SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS. “Intermediarios de valores” <En Línea> Disponible en World Wide Web: <http://www.svs.cl/sitio/faq/valores_intermediarios.php> [Consultado el 15 Enero 2012].
- SZCZARANSKI, Clara. “La responsabilidad penal de La Polar” <En Línea> La Segunda: blog redacción. 20 de Junio, 2011. Disponible en World Wide Web: <<http://blogs.lasegunda.com/redaccion/2011/06/20/la-responsabilidad-penal-de-la.asp>> [Consultado 23 Enero 2012]
- TIEDEMANN, Klaus. “Lecciones de Derecho Penal Económico” -1era Edición- España, PPU, 1993.
- TOVAR, Nuria. “La regulación del abuso de mercado en Europa y Estados Unidos” En: Comisión Nacional de Mercado de Valores. Monografías n°1, Madrid, España, Dirección de Estudios de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2002.
- TRECEÑO, Antonio y GUERCIO, M. Belén. “El crecimiento económico y el desarrollo del sistema financiero. Un análisis comparativo”. Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa. Vol. 17 (2): pp. 33-46, Mayo – Agosto 2011. <En Línea> Disponible en World Wide Web: <<http://www.aedem-virtual.com/articulos/iedee/v17/172033.pdf>> [Consultado 23 Octubre 2011]
- UNDURRAGA, Marcia. “Delitos en la ley de mercado de valores” Tesis (Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales). Santiago, Chile. Universidad de Chile, Facultad de Derecho, 1987.

- VELA, Anderson. “El Ne Bis in Idem y el derecho sancionador peruano – su aplicación a partir de la ley de procedimiento administrativo general”. [s.a.] <En Línea> Disponible en World Wide web: <<http://www.teleley.com/articulos/art-anderson.pdf>> [Consultado 28 Noviembre 2011]
- VILLEGAS, Pedro. “El Abuso de Mercado. Introducción al concepto y tipos”. Revista Iberoamericana de Mercado de Valores La Rioja, España: Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, vol. 22. 2007.
- ZUÑIGA, Laura. “Relaciones entre el Derecho Penal y Derecho Administrativo Sancionador ¿Hacia una “Administrativización” del Derecho Penal o una “Penalización” del Derecho Administrativo Sancionador?” En: ARROYO, Luis “Homenaje al Dr. Marino Barbero Santos: In Memoriam”, España, Universidad de Salamanca, 2001: pp. 1420 – 1444. <En Línea> Disponible en World Wide Web: <http://www.unifr.ch/ddp1/derechopenal/articulos/a_20111004_01.pdf> [Consultado 25 Noviembre 2011] p. 1421

NORMAS

- Ley no. 18.045. CHILE. Ley de Mercado de Valores. Ministerio de Hacienda, Chile, 22 de Octubre de 1981.
- Decreto Ley no. 3.538. CHILE. Ley Orgánica de la Superintendencia de Valores y Seguros. Ministerio de Hacienda, Santiago, Chile, 23 de diciembre de 1980.
- BOLSA de Valores. Reglamento de la Bolsa de Comercio de Santiago. CHILE. Aprobado por resolución n°13 de la Superintendencia de Valores y Seguros el 23 de Enero de 1986, última modificación 10 de Junio de 2004.
- BOLSA de Valores. Reglamento de Operaciones de la Bolsa Electrónica. CHILE. <En línea> [Consultado el 04 Julio 2011]. Disponible en World Wide Web: <<http://www.bolchile.cl/Recursos/normativas/reglamentos/Reglamento de Operaciones.pdf>>
- Ley no. 20.393. CHILE. Establece la responsabilidad penal de las personas jurídicas en los delitos de lavado de activos, financiamiento de terrorismo y delitos de cohecho que indica. Ministerio de Hacienda, Santiago, Chile, 2 de Diciembre de 2009.

Decreto Ley no. 3.500. CHILE. Régimen de Previsión Social derivado de la Capitalización Individual, Santiago, Chile, 4 de Noviembre de 1980.

Decreto 100. CHILE. Constitución Política de la República de Chile. Ministerio Secretaría General de la Presidencia, 22 Septiembre, 2005.

Ley no. 18.742. CHILE. Código Penal de la República de Chile. Ministerio de Justicia, Chile, 12 de Noviembre de 1874.

P.L. 111-257. ESTADOS UNIDOS. U.S. Security Exchange Act of 1934. 5 Octubre 2010.

Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en Diario Oficial de la UE. UNION EUROPEA. Sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación de mercado. Bruselas, 28 de Enero de 2003.

Directiva 2003/124/CE del Parlamento Europeo. UNION EUROPEA. A efectos de la aplicación de la directiva 2003/6/CE del Parlamento europeo y del Consejo sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación del mercado. Comisión Europea, Bruselas, 22 de Diciembre de 2003.

Directiva 2003/125/CE del Parlamento Europeo. UNION EUROPEA. A efectos de la aplicación de la directiva 2003/6/CE del Parlamento europeo y del Consejo sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses. Comisión Europea, Bruselas, 22 de Diciembre de 2003.

Directiva 2004/72/CE del Parlamento Europeo. UNION EUROPEA. A efectos de la aplicación de la directiva 2003/6/CE del Parlamento europeo y del Consejo en lo relativo a las prácticas de mercado aceptadas, la definición de información privilegiada para los instrumentos derivados sobre materias primas, la elaboración de listas de personas con información privilegiada, la notificación de operaciones efectuadas por directivos y la notificación de las operaciones sospechosas [...].Comisión Europea, Bruselas, 29 de Abril de 2004.

Reglamento 2273/2003 de la Comisión Europea. UNION EUROPEA. Por el que se aplica la Directiva 2003/6/CE del Parlamento europeo y del Consejo, en lo que se refiere a las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros. Comisión Europea, Bruselas, 22 de diciembre de 2003.

Propuesta de la Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo: sobre las sanciones penales aplicables a las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado. 2011/0297 (COD), {SEC(2011) 1217}{SEC(2011) 1218} Disponible en World Wide

Web: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0654:FIN:ES:PDF> [Última visita: 27 de Enero de 2012]

Ley 24/1988. España. Ley de Mercado de Valores. Jefatura del Estado, España, 29 de Julio de 1988.

LO 10/1995. España. Código Penal Español de 1994. España 23 de Noviembre de 1994, actualizado al año 2007.

Financial Services and Market Act 2000. REINO UNIDO. Elizabeth II, UK, 2000.

Internal Code of Market Conduct. REINO UNIDO.

Criminal Justice Act. 1993. REINO UNIDO. Elizabeth II, UK, 27 de Julio de 1993.

Decision Procedures and Penalties Guide. REINO UNIDO. Disponible en World Wide Web: <http://www.fsahandbook.info/FSA/html/handbook/DEPP> [Consultado el 15 Diciembre 2011]