



UNIVERSIDAD DE CHILE
Facultad de Derecho
Departamento de Ciencias Penales

**Aspectos problemáticos en la atribución de responsabilidad penal
en el delito de abuso de información privilegiada planteados por el
caso D&S Falabella.**

Memoria para optar al grado de licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales

Cindy Isabel Iturra García
Profesor guía: Miguel Schürmann Opazo.

Santiago-Chile
2017

Dedicada a mi madre y a mis hermanos, pilares fundamentales en mi vida, y quienes me acompañaron con cariño durante todo este proceso.

Agradecimientos especiales a mi pololo quien me acompañó y apoyó cariñosamente durante la etapa final de esta tesis.

Agradecimientos también a mis amigos por su paciencia y comprensión durante todos estos años.

INDICE

RESUMEN.....	4
I. INTRODUCCIÓN.....	5
CAPITULO I: EL SISTEMA DE MERCADO DE VALORES Y SU MERECIMIENTO DE PROTECCIÓN	10
1. El Mercado de Valores y la información privilegiada	10
1.2. Características del Mercado de Valores	10
a) La transparencia.....	12
b) Protección del inversor.....	13
c) Principio de Simetría en el acceso a la Información.....	14
1.3 El deber de informar a propósito de la información privilegiada.....	16
a) Veraz.....	18
b) Suficiente.....	18
c) Oportuna.....	18
1.4 Información privilegiada.....	19
1.4.1 El carácter de Información.....	19
1.4.2 El carácter de “privilegiada” de la información.....	20
a) Información referida.....	21
b) No divulgada al mercado.....	21
c) Y cuyo conocimiento por su naturaleza sea capaz de influir en la cotización de los valores.....	21
CAPÍTULO II: MODELOS DE PROTECCIÓN EN LA EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA LEY DE MERCADO DE VALORES EN TORNO AL TRATAMIENTO DEL USO Y/O ABUSO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA.....	23
2.1 Modelos de Protección.....	23
2.1.1 Modelo de propiedad de Información Privilegiada en Chile.....	24
2.1.2 Modelo de protección patrimonial (individual).....	25
2.1.3 Modelo de protección institucional (colectivo).....	25
2.2. Historia de la Ley.....	26
CAPÍTULO III: LEGISLACIÓN NORTEAMERICANA SOBRE EL TRATAMIENTO DEL TIPO PENAL DE USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA: INSIDER TRADING.....	37
3. <i>Insider Trading</i> (Modelo norteamericano).....	37

3.1 <i>Insider primario</i>	40
3.2 <i>Insider Secundario</i>	41
3.3 <i>Outsider</i>	42
CAPÍTULO IV: A PROPÓSITO DE UN CASO DE USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA (D&S FALABELLA)	46
4.1 Los Hechos.....	46
4.1.1 Hecho A (comienzo de las negociaciones).....	47
4.1.2 Hecho B (en etapa de desarrollo y término de las negociaciones).....	47
4.1.3 Hecho C (Hecho esencial).....	48
4.2 Las sanciones aplicadas por la SVS.....	48
4.2.1 Sanción a María Luisa Solari.....	48
4.2.2 Sanción de Marcel Zarour Atanacio.....	50
4.2.3 Sanción Eugenio Eben Aresti.....	52
CAPITULO V: ANALISIS PENAL DEL USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA	54
5. Elementos del delito.....	54
5.1 La acción.....	54
5.2 El tipo.....	55
5.2.1 Elementos objetivos del tipo.....	55
a) Verbo rector.....	55
b) Sujetos.....	56
b.1) El sujeto activo.....	56
b.2) El sujeto pasivo.....	56
c) El objeto.....	57
c.1) El objeto material.....	57
c.2) El objeto jurídico o Bien jurídico protegido.....	58
d) Resultado.....	59
5.2.2 Elementos subjetivos del tipo.....	60
5.3 La culpabilidad.....	61
5.4 Conflictos en la atribución de responsabilidad en los casos de abuso de información privilegiada.....	63
5.4.1 Aspectos Problemáticos en la delimitación del círculo de posibles responsables de abuso o uso abusivo de información privilegiada.....	63
5.4.2 Posturas de la doctrina sobre la delimitación del círculo de autores.....	64
5.5 Otros conflictos en la aplicación de sanción penal.....	69

5.5.1 La prueba y la carga probatoria.....	70
5.5.3 Falta de interés del Ministerio Público en la persecución.....	73
II. CONCLUSIONES.....	75
III. BIBLIOGRAFÍA.....	80

RESUMEN

Ya han pasado casi 10 años desde que se produjo la fallida Fusión de D&S Falabella, en donde varias personas que en razón de su cargo posición o relación con cada una de las compañías, utilizaron información denominada como privilegiada para llevar a cabo millonarias compras de acciones con el fin de obtener beneficios pecuniarios. Fueron ellos entonces investigados por la Superintendencia de Valores y Seguros, la cual determinó que las conductas se ceñían a las descritas en la norma de valores, sin embargo, esto no logró probarse en materia penal por lo que surgen varias interrogantes al respecto, tales como ¿Existe un problema en la delimitación del círculo de posibles responsables en el injusto penal o tal vez existe una falta de precisión y referencia del tipo penal al modelo de protección actual? También se podría llegar a pensar si es acaso insuficiente para el juez penal que se pruebe a base de presunciones, como las dispuestas en sede administrativa ¿O falta una mayor comunicación entre ambas investigaciones? ¿Será también que el Ministerio Público no tiene interés en la persecución de este tipo de ilícitos? ¿O no tendrán recursos legales y económicos que lo ayuden en su labor?

Las repuesta a estas interrogantes se pretende encontrar en del estudio de la Ley de Mercado de Valores, así como en sus principios, como en los cambios legislativos que ha tenido la norma en relación al tratamiento del uso y/o abuso de información privilegiada; también se estudiará la legislación norteamericana modelo que nos sirvió de inspiración en los inicios de nuestra regulación y por último pero no menos importante, se abordarán los hechos del caso y la sanción de 3 de los implicados en el mismo.

I. INTRODUCCIÓN

El propósito del siguiente trabajo es determinar los conflictos que envuelven a la falta de imposición de responsabilidad en los casos de abuso de información privilegiada, tal como ocurrió en su momento con la fallida fusión de las empresas D&S Falabella. En este caso, hubo sanción por parte de la autoridad administrativa por haberse usado información privilegiada por parte de varios sujetos que, en razón de su cargo, posición o relación con las entidades emisoras lograron obtener información privilegiada y sacar ventaja de la misma al comprar acciones de las compañías, antes de que éstas comunicaran a la Superintendencia de Valores y Seguros, en adelante SVS, el hecho esencial de que se iban a fusionar. Sin embargo, solo serán abordadas las sanciones de 3 de los implicados, dado que, por una parte, ellos son representativos de cada uno de los tipos penales de abuso de información privilegiada, (incluso de la sanción a la infracción del deber de reserva), y por otro lado, éstos se encuentran dentro de la descripción de la conducta sancionada en sede administrativa, así como también, se enmarcan dentro de alguna de las presunciones que regula la misma norma de valores, como se verá en el transcurso del trabajo. Además, se ha seleccionado a estos tres implicados porque la falta de imputación penal de las conductas cometidas por cada uno de ellos deja en evidencia los conflictos que traen aparejada la aplicación de responsabilidad penal en este tipo de casos y que se pretenden abordar durante el desarrollo de este trabajo. Junto con lo anterior, ellos también se identifican con clasificaciones que realiza la regulación norteamericana del *Insider Trading*. Para el estudio de este caso, se abordará primero, la sanción de una de las socias del pacto controlador de su empresa, luego aquella sanción aplicada al siguiente implicado, el que era conviviente de esa socia, y por último se analizará la responsabilidad del sobrino del director de la otra importante compañía. Por último, mencionar que el estudio de estas sanciones es bastante interesante por la forma en que cada uno realizó la conducta de uso de información privilegiada, la que de la lectura de los hechos parece ser muy evidente, tanto para la entidad administrativa, como debió serlo en el ámbito penal.

Tal como se ha señalado anteriormente esta fallida fusión de D&S Falabella será considerada, como un ejemplo para lograr abordar los conflictos que pueden surgir en este tipo de casos, sobre todo aquel que dice relación con la delimitación del posible círculo de autores, ya que en la mencionada fusión todos los sancionados en sede administrativa fueron aquellas personas que en razón de su cargo o porque como dice la norma se

presumía que ellos podían tener información privilegiada, lo que sería homologable a lo que la clasificación norteamericana denomina como *insiders* o iniciados, como se verá en profundidad en el capítulo III, quedando de manifiesto el conflicto que puede traer aparejado para el juez penal el tratar de determinar responsabilidad para aquellos sujetos que no se encuentran en una relación con el emisor ni se presume que poseen información privilegiada, como la doctrina norteamericana llamaría *outsiders*. Lo anterior queda aún más claro, toda vez que el juez penal en este caso, ni siquiera pudo imputar responsabilidad a los implicados materia de estudio, siendo ellos pertenecientes a la categoría de los denominados *insiders*, por lo que más difícil se torna la labor a la hora de querer imputar responsabilidad a los *outsiders*. Finalmente, los sancionados por el ente administrativo solo fueron investigados por el Ministerio Público, el cual les ofreció una salida alternativa a la pena como fue la suspensión condicional del procedimiento.

¿Esto se debe a un problema de legitimidad del tipo penal de abuso de información privilegiada¹ o a conflictos que dicen relación con el sentido y alcance que tiene la norma de valores? Esta hipótesis será abordada desde la problemática generada por la falta de claridad de la norma, la cual cae en la utilización de términos demasiado amplios y ambiguos, quedando a la interpretación doctrinal o jurisprudencial la extensión del posible círculo de responsables, cometiendo ambos errores al momento de interpretar la norma, tal como se verá en el desarrollo del trabajo.

Por lo anterior, es que para poder abordar este problema y dar una postura fundada al respecto, es necesario comenzar el análisis con una revisión sucinta acerca de las características del mercado de valores y los principios que sirven de base para la misma regulación de este mercado especulativo. En relación a lo anterior, se verá la importancia que tiene el principio de simetría de información en concordancia con el deber de informar, hasta llegar a abordar lo que se entiende por información privilegiada, y cómo la prohibición de uso de información privilegiada y el alcance de la misma norma toma sentido en torno a las características y principios ya analizados.

Por otro lado, y con el objeto de explorar y determinar el correcto sentido y alcance que debe serle atribuido al tipo penal previsto en el artículo 60 e), g) y h) de la Ley de Mercado de

¹ Como un problema de legitimidad general que envuelve a los delitos económicos y que solo se enuncia, sin ser abordado en profundidad, por la extensión que genera dicho planteamiento del cual no se es partidario.

Valores, en adelante LMV, se realizará un breve recorrido por la historia de la ley de mercado de valores, y los modelos de protección que inspiraron cada cambio legislativo. De esta manera, se pretende visualizar las transformaciones que tuvo la extensión del posible círculo de eventuales responsables, tanto en sede administrativa como penal, conforme fue cambiando el modelo de protección que inspiraba al legislador en cada época determinada. Junto con ello, se dará a conocer con qué reforma legislativa comenzó a regularse el tipo penal de abuso de información privilegiada como lo conocemos hasta ahora. El análisis de estos modelos, servirán, además, de fundamento para no adherir a las posturas que dicen no ser necesarios los tipos penales que establecen sanciones para las conductas de abuso de información privilegiada; o derechamente no ser necesario el tipo penal para regular sanciones para quienes abusen de información privilegiada sin tener ellos un deber de fidelidad con la entidad emisora. Además, en este apartado se darán a conocer, brevemente, aspectos relevantes de la ley 21.000 que crea la Comisión para el Mercado Financiero, la cual realiza grandes cambios respecto del proceso investigativo que lleva el ente administrativo y se contempla una amplia mejora en regulación de la comunicación que pueden tener la Comisión con el órgano persecutor, cuestión que será fundamental para las críticas que serán dadas a conocer en la conclusión sobre la manera en la que se lleva actualmente la investigación de este tipo de conductas entre la SVS y el Ministerio Público, dado que esta regulación y comunicación entre ellos repercute directamente en la falta de sanción penal.

Adentrándonos al tratamiento del uso abusivo de información privilegiada, se abordará la figura del *Insider Trading*, denominación de la regulación norteamericana para este tipo de conductas, y que para parte de la doctrina ha sido modelo inspirador para la regulación chilena en esta materia. A partir de ella, se dará a conocer el motivo de la protección de abuso de información privilegiada para esta legislación, a modo de vislumbrar en el desarrollo de este trabajo, si esto guarda relación con el fundamento utilizado por nuestro legislador, a propósito de la historia de la ley, o si en cambio, tal como plantea otra parte de la doctrina, no guardaría estricta relación, tal como lo propone, por ejemplo, el profesor Antonio Bascuñán Rodríguez y José Miguel Ried Undurraga. Además, se abordará la clasificación norteamericana de los sujetos que pueden cometer esta conducta, y que nos servirá a la hora de tomar postura acerca de las propuestas que se le presentarán al legislador chileno, respecto de la delimitación del posible círculo de autores y la posibilidad de interpretar nuestra legislación de acuerdo al derecho comparado.

Una vez que se hayan abordado los tópicos básicos para comprender las sanciones aplicadas por la SVS en el caso D&S Falabella, se darán a conocer brevemente los hechos del mismo para dar lugar al análisis de las sanciones aplicadas por la entidad administrativa. Para ello se utilizarán algunas de las resoluciones exentas emitidas por la Superintendencia de Valores y Seguros el año 2008², en donde se dan a conocer las sanciones por uso de información privilegiada en la compra de acciones e incumplimiento al deber de reserva contenidas en los artículos 165 y 166 de la LMV. Dichas resoluciones dan a conocer sanciones que se aplicaron a cada uno de los involucrados, existiendo en este caso, en particular, un total de 8 personas sancionadas, 3 de ellas por falta al deber de reserva y 5 por uso de información privilegiada en la compra de acciones.

Para el desarrollo de este trabajo, solo se abordarán las sanciones de 3 de los responsables, como se señaló en un principio. Y se dará a conocer el fundamento y normas utilizadas por la SVS. Lo que más adelante se propone que pudo servir de base para la investigación criminal, cuestión que aparentemente fue insuficiente para condenar a los implicados en esa época.

Concluido el repaso por las sanciones de la SVS, se entrará de lleno al estudio del tipo penal de abuso de información privilegiada, consagrado en la LMV en el artículo 60 letra e), g) y h) que regula la infracción al deber de reserva. Abordando para ello los elementos del delito, y más profundamente los elementos objetivos y subjetivos del tipo, que servirán para constatar que las conductas cometidas por los implicados eran reprochables. Luego de ello, se abordarán las posturas diversas que ha tenido la doctrina a propósito de la extensión del posible círculo de autores del tipo penal antes mencionado, en relación al merecimiento de reproche que deben tener aquellos que no tienen relación ni deber fiduciario con la entidad emisora, abordando posturas divididas al respecto como las de Juan Ignacio Piña y Antonio Bascuñán Rodríguez, entre otros. Terminando este capítulo, con la identificación de otros conflictos que surgen al momento de querer determinar la responsabilidad penal en este y otros casos similares.

Para concluir el trabajo se dará a conocer una postura fundada, acerca del conflicto que trae aparejada la extensión del círculo de autores en estos casos, y la forma en la que debe ser

² Resoluciones exentas N° 436, de 15 de julio de 2008, respecto de Hans Eben Oyanedel; N° 433, de 15 de julio de 2008, respecto de Alejandro Irarrázabal Ureta; N° 434, de 15 de julio de 2008, respecto de Eugenio Eben Aresti; N° 435, de 15 de julio de 2008, respecto de Vicente Aresti López; N° 429, de 15 de julio de 2008, respecto de Ana María Laguna Galasso; N° 431, de 15 de julio de 2008, respecto de María Luisa Solari Falabella.

interpretada la norma de valores. Junto con ello, se dejará de manifiesta la poca relación que guarda el tipo penal de abuso de información privilegiada con el modelo de protección actualmente vigente y que a la vez hace pensar que, incluso, no sería necesario que la conducta típica estuviera dividida en dos letras del mismo artículo. Además, se argumentará en torno a la posibilidad o imposibilidad de que el caso materia de análisis tuviera una condena y no solo terminara con una salida alternativa del procedimiento, dado que se dará a conocer que la conducta de los implicados era reprochable penalmente, y se contaban con antecedentes necesarios para demostrarlo. Junto con ello, se dará a conocer una postura crítica respecto de otros conflictos que envuelven a la atribución de responsabilidad penal.

CAPÍTULO I: EL SISTEMA DE MERCADO DE VALORES Y SUS PRINCIPIOS MERECEDORES DE PROTECCIÓN

1. El Mercado de Valores y la información privilegiada

En este capítulo, se pretende realizar una revisión sucinta de los aspectos más importantes del mercado de valores, abordando sus principios y su protección hasta llegar a profundizar sobre el concepto de información privilegiada. Todo lo anterior será de gran utilidad para comprender la manera en que se encuentran protegidos estos principios, profundizando en el deber de informar y la sanción que trae aparejada el transar en el mercado con información privilegiada. El objetivo dicho análisis es facilitar la comprensión del fundamento de la protección del uso de información privilegiada, en sede administrativa y penal. Además, es determinante comprender como la protección de estos mismos hacen posible que el círculo de posibles responsables sea más o menos estricta, a propósito de la regulación misma de la LMV lo que se estudiará más profundamente en el siguiente capítulo, sobre la historia de la LMV y sus modelos de protección.

1.2. Características del Mercado de Valores

El concepto de “mercado de valores” es un concepto complejo que abarca un amplio grupo de mercados, submercados, instituciones económicas, sistemas, subsistemas, mecanismos o plataformas de interacción y transacción de valores que persiguen fines y obedecen a estructuras de interacción muy disímiles³. Sin embargo, el sentido que queremos abordar en este trabajo, es el referido al mercado de valores en sentido estricto, aquel que tiene por finalidad desarrollar sistemas alternativos al resto de los mercados financieros que faciliten eficientemente la asignación de los flujos de capital de quienes tienen superávit de dinero a aquellas empresas o personas que posean efectivamente la capacidad de desarrollar proyectos.⁴

Para garantizar que se cumplan los fines que tiene este mercado se erigen sistemas de información, regulaciones especiales y unidades funcionales que permiten acercarse a aquellos que dicen tener la capacidad de generar proyectos con los inversores que tienen este

³ GARCIA PALOMINOS G., (2015), p. 134

⁴ STEINER, Manfred; BRUNS, Christoph, 2012, Wertpapiermanagement, Stuttgart, EN: GARCIA PALOMINOS G., (2015), p. 135

superávit de dinero, de manera tal que los primeros brinden a los segundos toda aquella información que pueda ser relevante para ellos, considerando que las acciones o bonos que estos transen en el mercado va a depender directamente de la información entregada por los primeros (empresas o Estado, según sea el caso)⁵.

Como consecuencia de dicha interacción es que se producen en este mercado problemas en torno a la información, ya sea por falta de entrega de información hacia los inversionistas o por asimetría de la misma. Además de esos problemas, Rolando Campos Grazianni identifica un conflicto latente en la entrega de dicha información, y al respecto señala:

“Aunque el sistema descansa en la presunción de que sí se facilitan al inversor elementos informativos suficientes como para poder formar un juicio razonado y completo de la inversión que se les propone, esto no deja de ser utópico, dada la imposibilidad de acceso de algunos inversores a los folletos de emisión, la entrega como folleto de emisión del que no son sino simples hojas publicitarias que expresan valoraciones subjetivas y llamativas del emisor, las dificultades de comprensión del contenido obligacional de los valores, etc. Esto parece indicar que los verdaderos destinatarios de esta información, son los profesionales del asesoramiento financiero que son, al fin y al cabo, quienes mejor pueden apreciar la información contenida en los folletos”.⁶

Ahora, para evitar esta asimetría de información que puede sufrir el inversor, es que nace la necesidad para la mayoría de los estados⁷ de crear leyes y/o entidades que ayuden a supervigilar estos conflictos.⁸

“Internacionalmente, se reconocen dos sistemas de protección: El de Información y el de Supervisión. El primero, se basa en una normativa que exige a los emisores de títulos entrega de gran cantidad de información a través de revistas o folletos. El segundo sistema, consiste en la creación de organismos encargados de supervigilar la actuación de los emisores de títulos y demás integrantes del Mercado”. (Rolando Campos Grazianni)⁹

En nuestro caso, el sistema chileno, se caracteriza por tener un sistema mixto, ya que existe un organismo llamado Superintendencia de Valores y Seguros¹⁰, cuya función principal es, precisamente, supervigilar a todos los entes participantes del mercado, la que a su vez

⁵ Véase en GARCÍA PALOMINOS G., (2015), p.136

⁶ CAMPOS GRAZIANI, R., (2006), 23

⁷ Se aborda desde el punto de la mayoría, considerando que muchos estados han tenido que deliberar sobre la liberalización de la economía o la regulación del mismo campo.

⁸ Véase en CAMPOS GRAZIANI, R., (2006), pp. 23 y 24

⁹ CAMPOS GRAZIANI, R., (2006), p. 25

¹⁰ Con la nueva ley 21.000, pasa a ser la Comisión para el Mercado financiero la encargada de estos y otros objetivos.

convive con normas legales y administrativas que dicen relación con el deber de las sociedades de entregar a la SVS o hacer pública cierta información.¹¹

Las leyes y los organismos de supervigilancia, tienen una gran labor en estos casos, ya que en las leyes se establecen los deberes y obligaciones que tienen los agentes del mercado, como el deber de informar, y a su vez la SVS tiene la labor de regular que se respete la normativa por los agentes del mercado. A su vez, estas mismas leyes descansan en principios rectores, en el caso en concreto, la LMV, descansa, a grandes rasgos, en 4 principios protegidos a través de sanciones¹² aplicables a quienes los transgredan, estos principios son:

a) La transparencia: La transparencia es aceptada unánimemente no sólo como principio o base de cualquier tipo de mercado económico, sino también, como una condición esencial para un mercado perfecto¹³. Este principio se encuentra íntimamente relacionado con un aspecto psicológico como es, la sensación de tranquilidad que puede generar un mercado transparente a los agentes intervinientes.¹⁴

La transparencia en nuestra legislación tiene un correlato directo con la información. Dado que ella está regulada a propósito del deber de entregar información continua y reservada tratado en el Título III de la LMV, en el cual se obliga a las sociedades inscritas en el Registro de Valores a proporcionar un flujo permanente de información a la SVS y al público en general¹⁵. Así también se regula la transparencia en nuestra LMV, a propósito de art. 44 bis, en la que se establece la obligación de las bolsas de crear un sistema de comunicación recíproco para la información sobre las transacciones realizadas en cada una de ellas, con el objeto de lograr **“un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente”**¹⁶. Se puede concluir que en nuestra legislación la transparencia se ve regulada a propósito de este deber, dado que con ello se garantiza la publicidad y la accesibilidad de la información¹⁷. Lo anterior, además, puede llegar a explicar el por qué este principio de la transparencia es

¹¹ CAMPOS GRAZIANI, R., (2006), p. 25

¹² La sanción al uso y/o abuso de información privilegiada también se erige como una forma de protección a los inversionistas y al mercado de capitales en sí, dado que esta acción es contraria tanto a los principios rectores del mismo como al deber de entregar información oportuna, veraz y completa.

¹³ CAMPOS GRAZIANI, R., (2006), p.17

¹⁴ *Ibíd*em

¹⁵ *Ibíd*em p.20

¹⁶ *Ibíd*em p. 20

¹⁷ De manera análoga CAMPOS GRAZIANNI, R. (2006), p. 20

tomado como parámetro, para organizaciones como Transparencia Internacional a fin de determinar el grado de confiabilidad de un país para realizar inversiones.¹⁸

b) Protección del inversor: Para que exista eficiencia y un correcto funcionamiento del mercado de valores, es necesaria la transparencia, la que fue analizada anteriormente, una buena regulación por parte del legislador, y junto con ello una adecuada protección del inversor. Ciertos autores, como Juan Sánchez Guilarte y Alberto Tapia Hermida¹⁹ señalan al respecto: “La protección del inversor no es una mera exigencia ética para el mercado, sino que es, ante todo, una condición de su eficiencia. Existe una relación lógica entre la transparencia del mercado, la protección informativa del inversor y la eficiencia bursátil(...)”.

Este principio vemos que, nuevamente guarda relación con la información y la forma en la que ella se entrega al público ya que, tal como se abordó al comienzo de este apartado sobre las características del mercado de valores y sus principios, se dejó en claro que no basta con la entrega de folletos de emisión de valoraciones del mercado que parecen ser solo inteligibles para profesionales, sino que es necesario proteger al público general, el cual no es profesional, y tratar de alcanzar el mercado perfecto, en cuanto todos los operadores dispongan de la misma información, o sea, en el que ninguno de ellos pueda afectar por sí sólo una o más cotizaciones, pudiendo todos, en consecuencia, comprar o vender en igualdad de condiciones²⁰. Dado lo anterior, es relevante al momento de establecer mecanismos de protección tener en cuenta que en el mercado de valores existen distintas clases de inversores²¹. Esto es sumamente importante, ya que una vez que se identifiquen aquellos inversores que tienen mayor o menor acceso a la información, se podrá solucionar la simetría de información²². Al respecto Rolando Campos Graziani agrega:

“Para solucionar esa asimetría en la información entre los partícipes del mercado, se exige que los elementos definidores del valor, sus cualidades y riesgos, deban hacerse explícitos por medio de folletos y otros elementos objetivos que permitan la correcta apreciación de la información. Los inversionistas profesionales también suelen estar obligados a entregar información no exigida a los particulares. Además, muchas legislaciones establecen

¹⁸ CAMPOS GRAZIANI, R., (2006), p. 17

¹⁹ SÁNCHEZ GUILARTE, J.- TAPIA HERMIDA A., 1987, “El abuso de Información Privilegiada”. EN: CAMPOS, GRAZIANI, R., (2006), p.21

²⁰ CAMPOS GRAZIANI, R., (2006), p. 26

²¹ CAMPOS GRAZIANI, R., (2006), p. 22

²² Al respecto CAMPOS GRAZIANI, R., (2006), pp. 22 y 23 el cual aborda una distinción entre el inversor: especializado, insitucional, profesional y particular. Lo que denomina como *selección adversa*.

presunciones sobre el conocimiento de información privilegiada en contra de los profesionales del mercado, como hace el artículo 166 de la ley 18.450, presunciones que tampoco alcanzan a los particulares”²³

Aun cuando vimos en principio que esta entrega y comprensión de la información parecía ser utópica, parece ser que se hace más alcanzable mediante una regulación, siendo una regulación mixta, tal como la que se contempla actualmente en nuestro país, la mejor vía para alcanzar este objetivo la que en nuestro país ya se destacó que era mixta.

Finalmente es menester destacar que esta protección del consumidor se basa en la idea de la igualdad de condiciones y simetría que en ningún grado será completamente perfecta, sino que se basa en la idea abordada anteriormente, esto es, que ninguno de los intervinientes pudiese afectar por si solo una cotización y que se profundizará con el estudio del siguiente principio de simetría de la información.

c) Principio de Simetría en el acceso a la Información: La palabra simetría se define por la RAE, como: “Correspondencia exacta en forma, tamaño y posición de las partes de un todo”. Lo que se condice con lo definido por la doctrina cuando Rolando Campos Graziani dice que:

“Para una correcta formación y concreción de un negocio cualquiera, es primordial que **ambas partes cuenten con igual nivel de información sobre el producto a comprar o vender** y, también, por cierto, sobre quien es su contra parte en la operación. Y esta igualdad en la información constituye el denominado principio de simetría de la información o de igualdad de los Inversionistas, que no busca, sino, que ambas partes contraten con el mismo nivel de conocimientos mutuos, atendida la entidad de cada contratante, por cuanto un inversor particular contará evidentemente con menos medios financieros y técnicos que uno profesional. Para una parte de la doctrina este principio queda englobado en el de protección al inversor, dado que el acceso igualitario a la información constituye la primera garantía de una decisión responsable de inversión.”²⁴

Sin embargo, ya se ha dejado claro en pasajes anteriores que la simetría perfecta no existe, pues siempre habrá una parte que cuente con más información que la otra, (tales como los inversores profesionales, quienes pueden tener más información al contar con conocimientos más acabados del mercado, o por destinar más recursos a la realización de estudios de los

²³ CAMPOS GRAZIANI, R., (2006), p. 23

²⁴ Ibídem p. 26

instrumentos respecto de los cual desea invertir). Por lo tanto, lo que busca este principio es que la diferencia, tanto cualitativa como cuantitativa de la información entre ambas partes, sea la menor posible.²⁵

Este principio, es muy relevante para la justificación de la prohibición de uso y de abuso de información privilegiada, ya que lo que se busca evitar con la sanción, es que aquellos inversionistas que cuenten con mayor y mejor información que otros, puedan sacar provecho de la misma en desmedro de los demás agentes del mercado. Esto, sin embargo, se abordará más profundamente a lo largo de este trabajo, tanto en el análisis de lo que se entiende por información privilegiada, la historia de la LMV en torno a dicha prohibición y el análisis penal del injusto de abuso de información privilegiada.

A modo de concluir el análisis realizado de los principios rectores del mercado, podemos observar que estos se encuentran protegidos en nuestra LMV, a través de sanciones que castigan a aquellos que tienen conductas que trasgredan los mismos, por ejemplo, respecto de quienes quebrantan la transparencia al entregar información que no tiene un correlato directo con el valor de las acciones, se les castiga de haber realizado manipulación bursátil, a propósito del mismo principio, también sanciona a aquellos que utilicen información privilegiada, lo que a su vez también guarda relación con el principio de simetría de información. Vemos que, en general, los distintos países han creado comisiones de vigilancia y control, como guardianes del mercado, que pueden llegar a imponer sanciones administrativas para evitar las prácticas de los *insiders*²⁶, por lo que es compartido, aunque no por ello menos discutido²⁷, el hecho de que estas prácticas contrarias a los principios rectores del mercado de valores, sean protegidos por la norma administrativa como nuestro caso en la LMV y con una institución que se encarga de su control como la SVS.

Particularmente nuestra LMV nació por la necesidad de regular un área incipiente y distinta dentro del mercado financiero como es el mercado de capitales, o mercado de valores. Básicamente en esta área se transan las acciones de sociedades anónimas y los instrumentos de deuda a mediano y largo plazo, que permiten a las empresas captar fondos

²⁵ *Ibíd*em, p.27

²⁶ JAEN VALLEJO, M., (2009), p. 115

²⁷ Existen detractores que hablan de una especie de liberalización del *insider trading*, lo cual implica que no exista control ni administrativo ni penal respecto de las conductas de los intervinientes del mercado de valores.

del público a plazos convenientes para llevar a cabo los proyectos de inversión necesarios para el desarrollo del país²⁸. La cual se tratará en profundidad en el capítulo siguiente.

Ahora, respecto de la intervención de una sanción penal como mecanismo de protección de estos principios, vemos como fuerte detractor al profesor José Miguel Ried, para quien solo bastaría con la sanción administrativa en el caso de conductas de uso abusivo de información privilegiada, cuestión que como veremos a lo largo del trabajo, a propósito de la historia de la LMV y el tratamiento del *Insider Trading*, existe, más bien, una tendencia por parte de la doctrina nacional y el derecho comparado a sancionar penalmente estas conductas, entendiendo que el bien jurídico protegido es merecedor de protección en sede penal.

1.3 El deber de informar a propósito de la información privilegiada

A propósito del análisis de los principios rectores del mercado de valores, quedó claro que existe un constante problema respecto de la información, la cual es un elemento clave y necesario para transar en el mercado.

En palabras de Rolando Campos:

“La información es la base de todo el mercado de valores por cuanto nadie, seriamente, compra o vende simplemente por una premonición. La información es la que lleva a los inversionistas a comprar o vender tal o cual valor, a los asesores a recomendar una determinada operación, y en fin, es el motor de todos los que intervienen directa o indirectamente en el mercado. Estas razones convierten a la información en el más preciado de los bienes económicos con que se puede contar, y por lo mismo, lleva a algunos a cometer, incluso, ilícitos con el fin de conseguirla.”²⁹

Es la forma en la que dicha información es ofrecida y/u obtenida por los distintos agentes del mismo mercado la que, como se abordó anteriormente, trae aparejada discusiones y conflictos para los diversos ordenamientos. Y es producto de esta constante problemática que en las diversas legislaciones se ha constituido como el elemento más tradicional para enfrentar ese problema, la obligación de entregar información.³⁰ Bajo esta lógica vemos que es posible encontrar en todos los ordenamientos jurídicos vigentes una regulación de la

²⁸ Biblioteca del congreso nacional, Historia de la Ley 18045, Ley de Mercado de Valores [en línea], p. 4.

²⁹ CAMPOS GRAZIANI, R., (2006), p. 53

³⁰ Véase en PERRONE Andrea, (2009), p. 205

información, ya sea bajo la forma de imposición de obligaciones específicas de comunicación al público, ya bajo la forma de sanciones por la falsedad u omisión de información.³¹ En el caso de Chile, es posible encontrar tanto obligaciones como sanciones, como se verá a propósito de la historia de la LMV.

Particularmente en nuestra legislación, ya se ha destacado que el deber de informar se encuentra tratado en el Título III de la LMV que trata “**De la Información Continua y Reservada**”, en los artículos 10 inciso primero y segundo, y artículo 12, así como también por el artículo 170 inciso primero y segundo.³²

En el artículo 10 LMV en su inciso primero, se establece que solo las entidades inscritas en el Registro de valores estarán regidas por esta ley, y se encontrarán obligadas a proporcionar información. Específicamente este artículo señala:

Art. 10 inc. 1º LMV: “Las entidades inscritas en el Registro de Valores quedarán sujetas a esta ley y a sus normas complementarias y **deberán proporcionar la información que establece la ley a la Superintendencia y al público en general con la periodicidad, publicidad** y en la forma que la Superintendencia determine por norma de carácter general.”

En su inciso segundo, señala:

“Asimismo, y sin perjuicio de lo dispuesto en el inciso anterior, las entidades comprendidas en él deberán divulgar en forma veraz, suficiente y oportuna, todo hecho o información esencial respecto de ellas mismas y de sus negocios al momento que él ocurra o llegue a su conocimiento. (...)”.

En el artículo 12 LMV se dispone:

“Las personas que directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, posean el 10% o más del capital suscrito de una sociedad anónima abierta, o que a causa de una adquisición de acciones lleguen a tener dicho porcentaje, como asimismo los directores, liquidadores, ejecutivos principales, administradores y gerentes de dichas sociedades, cualquiera sea el número de acciones que posean, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, **deberán informar a la Superintendencia y a cada una de las bolsas de valores del país en que la sociedad tenga valores registrados para su cotización, de toda adquisición o enajenación que efectúen de acciones de esa sociedad. (...)**”

³¹ *Ibidem*, p. 199

³² CAMPOS GRAZIANI, R., (2006), p. 187

Por último, en el artículo 170 LMV, se prescribe:

“Los auditores externos que auditen los estados financieros de inversionistas institucionales o de los intermediarios de valores, deberán pronunciarse acerca de los mecanismos de control interno que aquéllos y éstos se impongan, para velar por el fiel cumplimiento de las normas de este Título y de lo dispuesto en el inciso primero del artículo 33, como también sobre los sistemas de información y archivo, para registrar el origen, destino y oportunidad de las transacciones que se efectúen con los recursos propios y de terceros que administren o intermedien, en su caso.

La Superintendencia mediante norma de carácter general, determinará la información que deberán mantener los inversionistas institucionales y los intermediarios de valores para el cumplimiento de las disposiciones de este Título, y los archivos y registros que deberán llevar en relación a las transacciones con recursos propios, las de sus personas relacionadas y las efectuadas con recursos de terceros que administren.

La información contenida en esos archivos hará fe en contra de los obligados a llevarlos”

Ya se ha esclarecido que en nuestra legislación se regula el deber de entregar información, sin embargo, ¿Cómo debe ser esta información? Esta interrogante también encuentra su respuesta en la LMV, a propósito del art. 9 de la misma, en donde se establece:

“La inscripción en el Registro de Valores obliga al emisor a divulgar en forma **veraz**, **suficiente** y **oportuna** toda información esencial respecto de sí mismo, de los valores ofrecidos y de la oferta. Se entiende por información esencial aquella que un hombre juicioso consideraría importante para sus decisiones sobre inversión.”

De este artículo podemos desprender las características y/o requisitos que la información debe reunir. Ella debe ser:

- a) **Veraz:** O sea, que se entregue información verdadera, no debe falsearse la información, ni debe tratarse de información errónea.
- b) **Suficiente:** Debe entregarse información completa, no solo entregarse lo que el emisor considere suficiente.
- c) **Oportuna:** Debe entregarse casi en un tiempo real. De lo contrario, no es información adecuada y útil si trata de tiempo pasado o de cosas a un tiempo futuro, dado que se puede tomar una decisión errónea.

Si la información no cumple con estos requisitos, se puede concluir, que ella no es eficiente ni es útil para los inversionistas ni tampoco para los emisores, ya que en la medida en la que

falte información, o ésta no sea real, o se entregue de manera inoportuna, los inversionistas no estarán dispuestos a transar valores en el mercado, ya que no contarán con la información necesaria para valorar la conveniencia de la inversión.³³ La falta de información o las deficiencias que presente la misma, a su vez, tenderán a incidir en el precio, ello se explica dado que ante la imposibilidad de conocer con exactitud las características del específico instrumento financiero, un agente económico racional tenderá a disminuir la retribución, o sea, el precio al que está dispuesto a concluir la operación, en una medida correspondiente a la probabilidad de que las informaciones recibidas no sean exactas.³⁴

1.4 Información privilegiada

1.4.1 El carácter de Información

A propósito del deber de informar, se abordó en pasajes anteriores, que la doctrina ha definido la información como un elemento esencial para los agentes del mercado, dado que la decisión de invertir y la cuantía en la que se va a realizar dicha inversión dependen directamente de la información que se encuentre disponible³⁵. Es por ello que otra parte de la doctrina ha definido la información como un cúmulo de datos significativos que cambian la conducta del receptor o modifican su criterio respecto de algo, de donde se deduce que es éste quien decide si el mensaje que recibe tiene relevancia suficiente³⁶. O sea, que esta información o cúmulo de datos va ser determinante para un inversor al momento de la toma de decisiones en el mercado de capitales, no se trata, entonces, de cualquier dato aislado, ya que este último da cuenta solamente de un conjunto de hechos discretos y objetivos sobre acontecimientos que no indican nada por sí solos³⁷, y en cambio la información es decisiva para el inversor.

Es preciso mencionar que bajo este concepto de información no se incluiría a aquella relativa al mercado en general, la que pronostica un alza o baja de las cotizaciones en su conjunto,

³³ Al respecto, PERRONE Andrea, (2009), p. 210.

³⁴ PERRONE Andrea, (2009), p 198

³⁵ Y no cualquier información, sino que aquella que sea óptima para tomar un decisión a conciencia, por ello que esta información debe ser veraz, suficiente y oportuna

³⁶ VÁSQUEZ PALMA, M., (2010), p. 252

³⁷ *Ibíd*em

ni tampoco se trata de simples rumores³⁸ que puedan existir en el mercado, por tratarse de meras hipótesis; en tal sentido, se requiere que aquello sea cierto o pueda serlo en el futuro, y su veracidad pueda ser comprobada fácilmente³⁹.

1.4.2 El carácter de “privilegiada” de la información

“En relación al vocablo “privilegiada” debemos considerar que aquel no se entrelaza necesariamente con el carácter de una información, sino más bien con la posición que un sujeto pueda tener sobre aquella. Si todas las personas tienen posibilidad de acceso a una determinada información de manera cierta evidentemente ella no tendrá el carácter de privilegiada, lo tendrá solo cuando un número reducido de sujetos accedan y conozcan dicha información, en otras palabras, si estos tienen un sitio ventajoso frente al resto de la comunidad” (Vásquez Palma. p. 253)⁴⁰.

La jurisprudencia, por su parte, ha definido el carácter de privilegiada de la información como aquella que es idónea para afectar la cotización de los valores a que se refiere, esto es, que por su naturaleza tenga la aptitud, capacidad o “potencialidad” de influir en ella. Es decir, basta con que la información no divulgada del emisor tenga la potencialidad o idoneidad señalada para que posea el carácter de privilegiada, siendo dicha idoneidad el único requisito de relevancia o esencialidad exigido por la norma para tal efecto.⁴¹

Luego, la LMV define el concepto de información privilegiada:

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

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

³⁸ En el caso analizado, la defensa en el proceso administrativo llevado por la SVS, alega principalmente que no se usó información privilegiada, dado que ya existían rumores acerca de la fusión, cuestión que es ampliamente rechazada por la entidad administrativa

³⁹ VÁSQUEZ PALMA, M., (2010), p. 256

⁴⁰ *Ibidem*, p. 253

⁴¹ Superintendencia de Valores y Seguros, 2007, Aplica Sanción de multa al señor Victor Bezanilla Saavedra, “Res. Exenta N°308”, p. 4

Este concepto de información privilegiada, como veremos más adelante, es compartido por la LMV tanto para hacer alusión a la sanción administrativa como penal, a propósito del análisis penal del tipo de abuso de información privilegiada.

Se puede apreciar que el concepto tratado en nuestra ley aborda elementos del carácter de privilegiada tanto de la definición doctrinal y la jurisprudencial. Dado que se recoge el hecho de que este carácter viene dado por el no conocimiento público de la información, o sea, éste se encuentra bajo la esfera de conocimiento de un grupo reducido de personas, luego también se hace cargo de lo dispuesto por la jurisprudencia al señalar que dicho carácter dice relación con la capacidad de influir en las cotizaciones de los valores. Por lo tanto, de este artículo podemos desprender tres elementos claves para poder saber si estamos o no frente a información privilegiada, todos ellos nos serán útiles para poder reconocer más claramente que en el caso D&S Falabella si se ha hecho uso de información privilegiada y uso abusivo de la misma.

a) Información referida⁴²:

1. Uno o varios emisores de valores, puede ser información proveniente del emisor o sobre éste.
2. Sus negocios
3. Sus valores⁴³

b) No divulgada al mercado:⁴⁴

Para que una información sea considerada como revelada al mercado debe ser:

1. Amplia Difusión, por ejemplo, entregada a través de un diario de amplia difusión, o través de medios sociales.
2. Libre acceso

c) Y cuyo conocimiento por su naturaleza sea capaz de influir en la cotización de los valores⁴⁵

⁴² Véase en SVS, 2007, Aplica Sanción de multa al señor Victor Bezanilla Saavedra, "Res. Exenta N° 308", p. 4

⁴³ Véase en GARCÍA PALOMINOS G., (2013), p. 47, respecto del alcance de la información referida.

⁴⁴ *Ibidem*

En relación a la misma información privilegiada, es que en el Art. 165 LMV, inciso primero⁴⁶ se consagra el deber de reserva que tienen aquellos que tienen acceso a la información privilegiada,. Por lo tanto, estos deberes y prohibiciones traen aparejadas sanciones que se contemplan en el referido artículo ⁴⁷.

Del análisis anterior, podemos desprender que conforme a los principios que rigen el mercado de valores, es necesario que la norma sancione a todos quienes quebranten el correcto funcionamiento del mismo, dado que hay un interés público comprometido, la confianza pública de potenciales inversores en él. Por lo que, como primera postura acerca de la delimitación del círculo de autores, vemos que esta sería más bien amplia, aunque es necesario encontrar más fundamentos que apoyen dicha postura y que de alguna forma ayuden a delimitar dicha extensión.

⁴⁵ *Ibíd*em

⁴⁶ Art. 165. "Cualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación con el respectivo emisor de valores o con las personas señaladas en el artículo siguiente, posea información privilegiada, deberá guardar reserva y no podrá utilizarla en beneficio propio o ajeno, ni adquirir o enajenar, para sí o para terceros, directamente o a través de otras personas los valores sobre los cuales posea información privilegiada (...)"

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

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

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

CAPÍTULO II: MODELOS DE PROTECCIÓN EN LA EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA LEY DE MERCADO DE VALORES EN TORNO AL TRATAMIENTO DEL USO Y/O ABUSO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA.

En el siguiente capítulo, se propone el estudio de los modelos de protección inspiradores de las normas administrativas y penales en torno a la evolución histórica de la LMV, los que marcaron cada cambio legislativo y sirvieron de fundamento para desarrollo del uso y abuso de información privilegiada.

El objeto de este análisis, es abordar la problemática existente en torno a la falta de claridad existente en el modelo de protección actualmente vigente y como ello repercute en la extensión del círculo de posibles autores que contempla la LMV para aquellos que abusan de información privilegiada. Lo anterior cobra vital importancia, dado que al comprender el modelo inspirador de cada época, se podrá entender la mayor o menor extensión que tuvo el posible círculo de responsables. Lo que será otro fundamento para tomar postura acerca de la extensión que puede llegar a tener hoy en día la norma de valores al respecto. Lo anterior, además, incide en la forma en que se justifica la atribución de responsabilidad penal para quienes no guardan un deber de fidelidad con la empresa emisora.

Para comenzar con este capítulo se realizará una breve revisión de los modelos de protección para luego ver la forma en que estos fueron influenciando los cambios legislativos con el estudio de la historia de la LMV

2.1 Modelos de Protección

Al respecto dice García Palominos:

“La falta de claridad respecto al modelo de protección y sistemática normativa, que redundo en un posible problema de legitimidad de las normas sobre abuso de información privilegiada y en problemas de coherencia en su aplicación obedece a dos tipos de fenómenos: un primer fenómeno dice relación con la falta de claridad y coherencia entre el modelo de protección presentado originalmente por el legislador y la sistemática de la actual normativa.(...) Mientras que el segundo fenómeno, exclusivamente interno de los discursos penales, se refiere a la tendencia tanto a la administrativización del derecho penal como a la idealización de los

ámbitos de protección, en este caso del mercado de valores como objeto de protección penal⁴⁸

En este trabajo, sin embargo, no se tomará postura ni se abordará el conflicto de legitimidad de las normas penales para los casos de uso abusivo de información privilegiada, dado que dicha problemática debe ser abordada en extenso, y no es objeto de análisis para resolver nuestra hipótesis principal.

Ahora, respecto de los conflictos existentes en la determinación del modelo actualmente vigente, se hace necesario, realizar una breve revisión de los tres modelos de protección que han sido utilizados por nuestro legislador. Junto con lo anterior veremos que la mencionada administrativización del derecho penal⁴⁹ no es una tendencia en derecho comparado y tampoco en nuestro país, cuestión que se verá con más claridad durante el desarrollo del capítulo.

2.1.1 Modelo de propiedad de información privilegiada en Chile

El modelo que adoptó Chile en un comienzo, es aquel en que la propiedad le pertenece al emisor (empresa), quien es el único que puede usarla y beneficiarse lícitamente de ella. Por lo tanto, según este modelo, se le asigna la propiedad de la información a quien la ha generado – quien ejerce el derecho de propiedad sobre la información no serían sus agentes –es decir, directores, gerentes, etc. (*insider*)–, sino la sociedad emisora misma.⁵⁰

Del tenor de la misma norma y de acuerdo a lo señalado, se puede indicar que en este modelo se limita el círculo de autores, a aquellos que tienen un deber fiduciario o de fidelidad para con la empresa emisora (*Fiduciary duty-free theory*)⁵¹. Por lo tanto, lo que se hace con él, es proteger solamente los intereses del emisor y de esta concepción orientada a los intereses del mismo, se desarrolla la idea de que los ordenamientos que no prohíben el uso de información privilegiada asignan la propiedad de la información confidencial generada al interior de un emisor a los *insider* que tuvieron acceso a ella, pudiendo estos aprovecharse de la misma⁵². Por el contrario, aquellos ordenamientos que prohíben el uso de dicha

⁴⁸ GARCÍA PALOMINOS, G., (2013), p. 25.

⁴⁹ Al respecto GARCÍA PALOMINOS, G., (2015), en “La idealización y la administrativización de la punibilidad del uso de Información Privilegiada. Un análisis de los discursos penales en la doctrina chilena”

⁵⁰ GARCÍA PALOMINOS, G., (2013), p. 26.

⁵¹ *Ibidem*, p. 31.

⁵² Tal era la situación que se contemplaba por el legislador de la LMV de 1981

información –como el caso chileno, según la legislación actual- estarían asignando la propiedad de la misma al emisor (empresa), único que podría usarla y beneficiarse lícitamente de ella⁵³. Por lo tanto, vemos que en el primer modelo, la propiedad de la información no era de los *insiders*, (ejecutivos o miembros de la compañía), sino que ella es de propiedad de la compañía y de esa manera era mediatamente de propiedad de los dueños de las mismas. Por lo que, podemos concluir, que bajo este modelo, solo se busca proteger los intereses del emisor, y como la información privilegiada generada en su sociedad o negocio, puede influir en la cotización de sus valores.

Adicionalmente es posible encontrar modelos que, a diferencia del anterior, se orientan a la protección de los intereses de quienes intervienen en el mercado de valores, ya no como *emisores*, sino como *inversores*. De esta orientación, y según el modelo se dirija, a su vez, a la protección de intereses individuales o colectivos, surgen tanto el modelo de protección patrimonial (individual) como el modelo de protección institucional (colectivo).⁵⁴

2.1.2 Modelo de protección patrimonial (individual)

Concretamente, este modelo de protección individual del inversor, se basa en la idea de que las conductas de abuso de información privilegiada –esta vez en las relaciones anónimas y multilaterales propias del mercado de valores secundario- tienen la capacidad de dañar el patrimonio de algún inversor que realiza una disposición patrimonial como contraparte “anónima” del *insider*⁵⁵.

En este modelo, como se apreciará en profundidad a propósito del desarrollo de la LMV, aún no se contemplan las consecuencias que ocasionan las conductas de aquellos que usan información privilegiada para el mercado de capitales en su totalidad.

2.1.3 Modelo de protección institucional (colectivo)

Ya con este nuevo modelo, es que se viene a considerar en extenso las consecuencias que las conductas de uso de información privilegiada pueden ocasionar en los diversos intervinientes del mercado de valores; a este en su conjunto y a los principios reguladores

⁵³ GARCÍA PALOMINOS, G., (2013), p. 26.

⁵⁴ *Ibidem*, p. 27

⁵⁵ *Ibidem*, p. 27.

del mismo, los que sirven de base para mantener un óptimo funcionamiento del mismo. Este modelo colectivo o institucional ubica las razones para la desvalorización de dichas conductas y justifica las infracciones administrativas y penales en la idea que las conductas de abuso de información privilegiada tienen la capacidad de afectar el correcto funcionamiento del mercado de valores o la confianza en dicho mercado⁵⁶.

Es así como el injusto administrativo y penal, según la orientación de cada uno de los modelos anteriormente abordados, será diferente y exigirá la configuración de conceptos normativos –tales como el de *mercado de valores*, el del objeto de la acción o el concepto mismo de información privilegiada, de manera coherente con cada uno de estos modelos.⁵⁷

De lo anterior, queda de manifiesta la importancia que tiene el poder distinguir la diferencia de los diversos modelos y la correcta aplicación de cada uno de ellos conforme al cambio legislativo de cada época, dado que la doctrina ha tendido a olvidar o confundir esto, generando como consecuencia que se encuentren con problemas con la determinación del injusto bajo un modelo de protección en desuso por nuestra ley.⁵⁸

2.2. Historia de la ley

La prohibición del uso abusivo de información privilegiada en Chile, es relativamente reciente, apareciendo por primera vez en 1981, con el advenimiento de la LMV, que surge en una etapa de expansión económica constante del mercado de valores, en el marco de una legislación insuficiente⁵⁹. Por tanto, antes de esa fecha, y conforme a las reglas generales, el uso de información privilegiada se encontraba permitido en nuestro país. La regulación en esta materia, además, vino a ser parte del desarrollo que tuvo el mercado de valores en Chile desde el siglo XIX. El que comenzó con el establecimiento de la Bolsa de Comercio de Santiago en 1893, posteriormente vino la dictación de la ley de sociedades anónimas en 1854 y por último se dictó la ley de mercado de valores.⁶⁰

Es importante destacar, que la ley inicialmente no contemplaba sanciones penales para aquellos que abusaran de información privilegiada para obtener un beneficio propio, sino que

⁵⁶ GARCÍA PALOMINOS, G., (2013), p. 27

⁵⁷ *Ibíd*em

⁵⁸ Al respecto GARCÍA PALOMINOS, G., (2013), p. 28

⁵⁹ HOYOS BALMACEDA, G., (2006), p. 380

⁶⁰ RIED UNDURRAGA, J., (2004) p. 440

solo se contemplaban sanciones administrativas, por lo que las sanciones penales vinieron a ser tratadas posteriormente, en el año 1994.

El texto original del artículo 13 de la Ley 18.045 señalaba:

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

Asimismo, se prohíbe a las personas mencionadas en el inciso anterior valerse de la información reservada para obtener para sí o para otros, ventajas mediante la compra o venta de valores. Ellas deberán velar para que esto tampoco ocurra a través de subordinados o terceros de su confianza. Las personas mencionadas en el inciso primero que hayan actuado en contravención a lo establecido en este artículo, deberán devolver a la caja social toda utilidad que hubieren obtenido a través de transacciones de valores de la sociedad.

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

Del tenor del artículo antes señalado, podemos desprender que el tratamiento del uso de información privilegiada, se encontraba prohibido para quienes no fueran el emisor de los valores, por lo que a contrario sensu, el uso de información privilegiada era permitido para el dueño de la sociedad y también era impune la conducta para personas ajenas al emisor. Del mismo artículo 13 es posible concluir que la ley consideraba que las utilidades provenientes del uso de la información privilegiada pertenecían a la sociedad, ya que el infractor debía “devolverlas” (difícilmente podría devolverse a la sociedad algo que no hubiera sido de ella)⁶¹. A propósito de la devolución de las utilidades autores como José Miguel Ried son de la idea de señalar que “estas personas respecto de las que recae la prohibición, se estarían apropiando indebidamente de un bien del emisor, por lo que la fundamentación inicial de la prohibición fue la apropiación indebida”⁶². El modelo de protección que inspiraba al legislador en esta época es el de protección individual, tal como se verá más detalladamente en pasajes posteriores de este capítulo, que a grandes rasgos justifica el injusto en este deber de fidelidad que tienen aquellos que tienen esta relación con la entidad emisora y se apropian de información que no es suya, sino del ente emisor, pero no se consideró por el

⁶¹ RIED UNDURRAGA, J., (2004), p. 441

⁶² *Ibidem*

legislador chileno como un tipo de apropiación indebida como propone el profesor José Miguel Ried.

De la lectura del artículo 13 de la LMV de 1981, queda de manifiesto que la extensión de los posibles responsables de uso de información privilegiada (norma administrativa)⁶³, se encontraría limitada para aquellos que de acuerdo a su posición o cargo con la sociedad obtuvieran de ella información no divulgada al mercado, y transaran con ella obteniendo ventajas. Lo anterior, queda aún más claro al señalar la norma, que estos debiesen devolver dicha utilidad a la entidad emisora (la sociedad), dado que, tal como se abordó anteriormente, ella sería la dueña de la información, y solo esta podía aprovecharse de la misma, cuando esta era generada dentro de la sociedad. Por lo tanto vemos que la extensión de los responsables es más acotada, pero que el tenor literal de la norma era bastante amplio o poco claro al igual que el actual, dado que tampoco hacía una definición ni determinaba el alcance de la palabra cargo o posición. Sin embargo, de conformidad al modelo de protección individual, vemos que la extensión alcanza hasta quienes tengan este deber de fidelidad con la entidad emisora, acotando el círculo de quienes pueden cometer esta conducta, quedando, por lo tanto, exentos de responsabilidad los terceros ajenos (que no poseen este deber de fidelidad con la entidad emisora) y los mismos dueños de la empresa.

Llegado el año 1994, hubo un cambio sustancial de la norma, con la dictación de la ley 19.301, entre esos cambios se contempló la eliminación de la devolución de las utilidades a la sociedad. Además, fue con ella que comenzó la tipificación de las figuras penales a propósito del uso de información privilegiada y de conformidad con ello comenzó la regulación de las conductas de los denominados *insiders* y de la información privilegiada en un título separado, distinto a como se venía regulando en la ley desde sus inicios. Esta regulación se gestó en Chile por mensaje del Presidente de la República, comenzando su tramitación en la Cámara de Diputados el día 30 de Junio de 1993. El trabajo del congreso se plasmó en los nuevos artículos 164 a 172, del también nuevo *Título XXI* de la ley 18.045 de Mercado de Valores, del Ministerio de Hacienda. Las nuevas normas estaban contenidas en el artículo *i letra b* de la Ley 19.301, publicada en el Diario Oficial el 19 de Marzo de 1994⁶⁴.

⁶³ Dado que aún no se encontraba regulado el tipo penal de abuso de información privilegiada.

⁶⁴ CAMPOS GRAZIANI, R., (2006), p. 97.

La insuficiencia del antiguo artículo 13 ante las sofisticadas técnicas de los *insiders*, era manifiesta, por eso uno de los objetivos básicos de la iniciativa legal era precisamente mejorar la regulación de los conflictos de interés⁶⁵.

José Miguel Ried señala que:

“El objetivo original de la Ley 19.301 era terminar con los conflictos de interés que pudieran existir respecto de partícipes del mercado de valores que, además, participaran en la administración de emisores de valores o de alguna Administradora de Fondo de Pensiones. El proyecto buscaba establecer una inhabilidad para aquellas personas que se desempeñaran como directores de sociedades emisoras de valores no pudieran participar en la administración de las corredoras de bolsa o agentes de valores. Durante la tramitación de la ley se prefirió prohibir conductas específicas que supusieran la utilización indebida de información reservada y sancionar drásticamente a los infractores, incluyendo sanciones penales”.⁶⁶

Para entender más claramente lo anteriormente señalado se da conocer el texto del propuesto nuevo artículo 13:⁶⁷

“Los directores, administradores y, en general, cualquier persona que en razón de su cargo o posición tenga acceso a información de la sociedad y de sus negocios, que no haya sido divulgada oficialmente al mercado por la compañía y que sea capaz de influir en la cotización de los valores de la misma, deberán guardar estricta reserva”

En su inciso segundo, disponía que:

“Dichas personas no podrán adquirir para sí o para una persona directamente relacionada, los valores emitidos por la sociedad desde que el directorio tome conocimiento de dicha información y hasta que sea divulgada oficialmente al mercado. Se consideran realizadas las transacciones en la fecha que se efectúe la compra o venta”.

El inciso cuarto prescribía que:

“Aquellas personas indicadas en el inciso primero de este artículo que se valgan de la información para obtener para sí o para otros, ventajas mediante la compra o venta de valores, serán sancionadas con la pena de inhabilitación hasta por diez años para el cargo de directores de sociedades anónimas”.

En cuanto a los perjuicios ocasionados por el *insider*, el inciso quinto disponía: “Las personas perjudicadas por infracción a lo dispuesto en esta norma, tendrán derecho a una indemnización en contra de los infractores, salvo que se hallaren en conocimiento de la información reservada”.

⁶⁵ Ibídem. p. 98.

⁶⁶ RIED UNDURRAGA, J., (2004), p. 441.

⁶⁷ Historia de la Ley 19.301, Tomo II, diario de sesiones del senado, páginas 2938 y 2939, Insider Trading o Uso indebido de Información Privilegiada, En: CAMPOS GRAZIANI, R., (2006), p.98

Finalmente, este precepto indicaba que:

“Para los efectos de esta ley, se entiende por personas directamente relacionadas las señaladas en las letras a), b) y c) del artículo 100 de la ley, a saber;

- Entidades del grupo empresarial al que pertenece la sociedad.
- Personas jurídicas que tengan, respecto de la sociedad la calidad de matriz, coligante, filial o coligada, y
- Quienes sean directores, gerentes, administradores o liquidadores de la sociedad, y su cónyuge o sus parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad”.

Como se puede apreciar, este proyecto limitaba la adquisición de valores a los *insiders* y a los que estuvieran directamente relacionados con ellos, al igual que como se encontraba tratado el uso de información privilegiada en sus inicios. Esto significaba, claramente, cerrar la puerta y abrir una ventana a los abusos, pues se dejaba en la más absoluta impunidad al *outsider* casual y a cualquiera que alegara no tener relación directa con el iniciado.⁶⁸ Subsanao lo anterior, la comisión decidió, por unanimidad, crear un nuevo Título a la Ley 18.045 referente al *insider trading*, signado con el número XII, y denominado “De La Información Privilegiada”, rechazar el artículo 13 propuesto por la Cámara de Diputados y suprimir el artículo 13, vigente en ese momento, dado que no generaba ningún cambio sustancial en comparación al inicial artículo 13 de la mencionada ley. En cuanto a las sanciones, esta reforma trajo como novedad el reafirmar el carácter de delito de las conductas de *insider*, la inclusión en el artículo 60 de la pena de presidio menor en cualquiera de sus grados, para las personas contempladas en el artículo 166 que usaren indebidamente información privilegiada.⁶⁹

A raíz del proyecto de ley anterior, es que se comienza a regular de manera más extensa el uso de información privilegiada y se asientan las bases de la regulación actual, manteniendo varios de los cometidos esenciales de la creación de este título como son⁷⁰:

1. Precisar lo que se entiende por información privilegiada.
2. Evitar la discriminación del distinto grado de información en el que participan los actores del mercado.
3. Impedir el uso indebido de la misma.

⁶⁸ *Ibíd*em, p. 101.

⁶⁹ *Ibíd*em, p. 103.

⁷⁰ Historia de la Ley 19.301, tomo II, diario de sesiones del senado, sesión 18, página 2980, Insider Trading o Uso indebido de Información Privilegiada *En*: CAMPOS GRAZIANI, R., (2006), p.105

4. Propender a una mayor transparencia del mercado de valores.
5. Aplicar drásticas sanciones por el uso indebido de la misma.

De conformidad a esta modificación legal vemos que la infracción del uso de información privilegiada queda contemplada en la LMV a propósito del art. 165 y 166. Y el tipo penal se encuentra regulado en el artículo 60 letra e) y g).

Ya con esta reforma de la LMV, vemos un cambio en el paradigma del modelo a utilizar por el legislador chileno, dado que ya no vemos un carácter fiduciario de la norma y las sanciones, como fue en sus inicios, sino que tiende a convertirse en un modelo de protección colectivo o institucional, al no solo importar el daño que estas conductas puedan ocasionar a la entidad emisora, sino también las consecuencias que estas conductas traen aparejadas para el correcto funcionamiento del mercado de valores, como se ha manifestado en pasajes anteriores.

A pesar de que esta reforma vino a marcar un hito en la regulación de la información privilegiada, aún faltan aspectos importantes que regular como es el tratamiento de los outsiders, los cuales según esta ley no serían sancionables. Esto tiene un correlato directo con la falta de claridad en la extensión que tiene el tipo penal respecto del posible círculo de autores.

Ya con la ley 20.382, se introducen perfeccionamientos a la normativa que regula los gobiernos corporativos de las Empresas. Este cuerpo legal, modifica básicamente la ley 18.045 (Ley de Mercado de Valores) y la Ley 18.046 (Ley sobre Sociedades Anónimas).⁷¹ Además con esta ley, se modifican los artículos 165, 166, 167 y 60⁷² LMV, quedando de la manera en que se conocen actualmente.

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

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

⁷¹ DELOITTE, “Nueva Ley de Gobiernos Corporativos N° 20.382, Efectos en la práctica profesional. [en línea]

⁷² Se abordará en el capítulo sobre análisis penal

enajenación de los valores citados, velando para que esto tampoco ocurra a través de subordinados o terceros de su confianza.

No obstante lo dispuesto precedentemente, los intermediarios de valores que posean la información privilegiada a que se refiere el artículo anterior, podrán hacer operaciones respecto de los valores a que ella se refiere, por cuenta de terceros, no relacionados a ellos siempre que la orden y las condiciones específicas de la operación provengan del cliente, sin asesoría ni recomendación del intermediario, y la operación se ajuste a su norma interna, establecida de conformidad al artículo 33. Para los efectos del inciso segundo de este artículo, las transacciones se entenderán realizadas en la fecha en que se efectúe la adquisición o enajenación, con independencia de la fecha en que se registren en el emisor.”

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

a) Los directores, gerentes, administradores, ejecutivos principales y liquidadores del emisor o del inversionista institucional, en su caso.

b) Las personas indicadas en la letra a) precedente, que se desempeñen en el controlador del emisor o del inversionista institucional, en su caso.

c) Las personas controladoras o sus representantes, que realicen operaciones o negociaciones tendientes a la enajenación del control.

d) Los directores, gerentes, administradores, apoderados, ejecutivos principales, asesores financieros u operadores de intermediarios de valores, respecto de la información del inciso segundo del artículo 164 y de aquella relativa a la colocación de valores que les hubiere sido encomendada. También se presume que poseen información privilegiada, en la medida que tuvieron acceso directo al hecho objeto de la información, las siguientes personas:

a) Los ejecutivos principales y dependientes de las empresas de auditoría externa del emisor o del inversionista institucional, en su caso.

b) Los socios, gerentes administradores y ejecutivos principales y miembros de los consejos de clasificación de las sociedades clasificadoras de riesgo, que clasifiquen valores del emisor o a este último.

c) Los dependientes que trabajen bajo la dirección o supervisión directa de los directores, gerentes, administradores, ejecutivos principales o liquidadores del emisor o del inversionista institucional, en su caso.

d) Las personas que presten servicios de asesorías permanente o temporal al emisor o inversionista institucional, en su caso, en la medida que la naturaleza de sus servicios les pueda permitir acceso a dicha información.

e) Los funcionarios públicos dependientes de las instituciones que fiscalicen a emisores de valores de oferta pública o a fondos autorizados por ley.

f) Los cónyuges o convivientes de las personas señaladas en la letra a) del inciso primero, así como cualquier persona que habite en su mismo domicilio.”

“Artículo 167. Las personas que en razón de su cargo o posición, posean, hayan tenido o tengan acceso a información privilegiada, obtenida directamente del emisor o inversionista institucional, en su caso, o a través de las personas indicadas en el artículo anterior, estarán obligadas a dar cumplimiento a las normas de este Título aunque hayan cesado en la relación o posición respectiva.”

El tipo penal de abuso de información privilegiada a su vez, adopta la regulación de la siguiente manera hasta el día de hoy.

“Artículo 60. Sufrirán la penas de presidio menor en cualquiera de sus grados (...)

e) Las personas que se refiere el artículo 166 que al efectuar transacciones u operaciones de valores de oferta pública, de cualquier naturaleza en el mercado de valores o en negociaciones privadas, para sí o para terceros, directa o indirectamente, usaren deliberadamente información privilegiada; (...)

g) **El que** valiéndose de información privilegiada ejecute un acto, por sí o por intermedio de otras personas, con objeto de obtener un beneficio pecuniario o evitar una pérdida, tanto para sí como para terceros, mediante cualquier tipo de operaciones o transacciones con valores de oferta pública.(...)”

Luego en la letra h) se regula el tipo penal de quienes revelen información privilegiada.⁷³

Por último, es menester señalar que el último cambio legislativo significativo en materia de mercado de capitales, viene con la promulgación de la Ley 21.000, publicada en el Diario oficial el día 23 de febrero de 2017⁷⁴. Esta ley, viene a reemplazar el decreto ley 3.538, aquel que crea la SVS. Con la nueva ley entonces, se crea la Comisión para el Mercado Financiero, en adelante CMF.

Aun cuando la ley 21.000 no viene a introducir cambios a la LMV ni al tratamiento del tipo de uso y abuso de información privilegiada, trae consigo importantes modificaciones respecto de la investigación de conductas contrarias a la LMV y el procedimiento sancionatorio que trae aparejado. Una novedad bastante importante, y que es de relevancia para el análisis y posterior crítica a la falta de sanciones penales en casos de abuso de información privilegiada, dice relación con la organización y jerarquía que posee la CMF.

En la dirección de la comisión se encuentra el Consejo de la Comisión⁷⁵, cuyo presidente debe ser nombrado por el Presidente de la República⁷⁶, el que igual que el Superintendente

⁷³ Ley 18.045. Art. 60. H) El que revele información privilegiada, con objeto de obtener un beneficio pecuniario o evitar una pérdida tanto para sí como para terceros, en operaciones o transacciones con valores de oferta pública.

⁷⁴ Esta ley, sin embargo, comienza a regir 18 meses luego de su publicación en el Diario oficial.

⁷⁵ Artículo 8. “La dirección superior de la Comisión estará a cargo del Consejo de la Comisión para el Mercado Financiero, al cual le corresponderá ejercer las atribuciones y cumplir las funciones que ésta y otras leyes le encomienden.

El Consejo de la Comisión para el Mercado Financiero establecerá una normativa interna de funcionamiento, la que determinará los aspectos básicos para su funcionamiento y para el cumplimiento de las obligaciones encomendadas por esta ley y contendrá, en general, todas aquellas disposiciones que le permitan una gestión eficiente. (...9”

⁷⁶ Artículo 9. El Consejo de la Comisión para el Mercado Financiero (en adelante también el "Consejo") estará integrado por cinco miembros, denominados comisionados, los que se nombrarán y estarán sujetos a las reglas siguientes: 1. Un comisionado designado por el Presidente de la República, de reconocido prestigio profesional o

de Valores y Seguros, corresponde a un cargo de confianza del presidente, luego se señala en la misma ley que la CMF deberá contar con una Unidad de Investigación, y esta Unidad se encontrará liderada por la figura de un funcionario denominado el fiscal, quien será nombrado por el Consejo de la Comisión⁷⁷. Por lo que se ve más claramente, que a diferencia de lo dispuesto en el decreto ley 3.538, en donde se parecían concentrar todas las funciones en el Superintendente de Valores y seguros, ahora se crea una jerarquización que trae consigo una profesionalización de la CMF, lo que a su vez puede hacer más eficiente el trabajo de la comisión en su conjunto⁷⁸. Es destacable, además, ver como el legislador creó una comunicación más directa entre la investigación administrativa y la penal, lo que trae consigo que incluso el fiscal de la unidad de investigación pueda solicitar a Carabineros de Chile o a la Policía de Investigaciones e Chile, que se decreten determinadas medidas con el

académico en materias relacionadas con el sistema financiero, que tendrá el carácter de presidente de la Comisión.

El presidente de la Comisión deberá ser nombrado a más tardar dentro de los noventa días siguientes al inicio del período presidencial y durará en su cargo hasta el término del período de quien lo hubiere designado, salvo que concurra alguna de las causales de cesación de funciones establecidas en la presente ley

El Presidente de la Comisión tendrá la calidad de jefe de servicio y gozará de la autoridad, atribuciones y deberes inherentes a esa calidad, en especial los señalados en el artículo 21 y en las demás disposiciones legales pertinentes.

2. Cuatro comisionados designados por el Presidente de la República, de entre personas de reconocido prestigio profesional o académico en materias relacionadas con el sistema financiero, mediante decreto supremo expedido a través del Ministerio de Hacienda, previa ratificación del Senado por los cuatro séptimos de sus miembros en ejercicio, en sesión especialmente convocada al efecto.

Los comisionados designados de conformidad con lo dispuesto en este numeral durarán seis años en sus cargos, pudiendo ser reelegidos sólo por un nuevo período consecutivo. Se renovarán en pares, cada tres años, según corresponda.

El Presidente de la República deberá proponer al Senado los candidatos que correspondan antes de la expiración del plazo de duración de los comisionados salientes. En caso que no se efectúen sus nombramientos antes del vencimiento de dicho plazo, los comisionados salientes podrán permanecer en el desempeño de sus funciones hasta el nombramiento de sus reemplazantes por un plazo máximo de tres meses adicionales. Vencido dicho plazo, y no habiéndose pronunciado el Senado en los términos señalados precedentemente, se nombrará a los candidatos propuestos por el Presidente de la República, sin más trámite. En el nombramiento de los comisionados a que se refieren los números 1 y 2 del presente artículo se deberá velar de manera permanente por la conformación de un Consejo diverso y que equilibre la experiencia y conocimiento técnico que posean sus miembros sobre los mercados específicos que se encuentran sometidos a la fiscalización de la Comisión.

El Consejo elegirá de entre sus miembros a un vicepresidente, quien subrogará al presidente en caso que este último se ausente o esté temporalmente imposibilitado de ejercer sus funciones.

La función de comisionado no será delegable, como tampoco las obligaciones, facultades y responsabilidades que emanan de dicha designación

Para efectos de lo dispuesto en la ley N° 20.880, sobre Probidad en la Función Pública y Prevención de los Conflictos de Intereses, se aplicarán a todos los comisionados las exigencias previstas para el superintendente o jefe de servicio, según corresponda.

⁷⁷ Artículo 22. Sin perjuicio de lo señalado en el artículo 18, la Comisión deberá contar con una unidad de investigación responsable de la instrucción del procedimiento sancionatorio que regula el título IV, la cual estará a cargo de un funcionario denominado fiscal, que será nombrado por el Consejo mediante el proceso de selección de altos directivos públicos previsto en el párrafo 3 del Título VI de la ley N° 19.882. La función del fiscal será ejercida por un directivo, grado 2°, de la planta de Directivos de la Comisión para el Mercado Financiero.

⁷⁸ Esto se concluye de la comparación del antiguo decreto ley 3538 el cual se encuentra en vacancia, con la nueva ley 21.000, dado que como ella aún no se encuentra vigente, no se pueden apreciar cambios concretos en el sistema.

fin de resguardar antecedentes indispensables para la investigación.⁷⁹ Además en el artículo 5 N°3 de la misma ley se establece como una de las atribuciones de la comisión el “Evacuar los informes que le requieran los fiscales del Ministerio Público que estén dirigiendo investigaciones criminales, siempre que correspondan a materias de su competencia y se refieran a información que esté disponible en sus archivos.”

A modo de conclusión de este capítulo vemos que de acuerdo a lo analizado, el modelo de protección actual es el institucional o colectivo, y conforme a esto entonces nos queda por responder si a modo de determinar la extensión del tipo penal en cuanto al círculo de posibles responsables, es factible utilizar la presunción contemplada en el art. 166 LMV. a propósito de la sanción administrativa. De lo desarrollado anteriormente podemos señalar que no sería aplicable este artículo en la medida de que este fuera utilizado como una limitación estricta del círculo de posibles autores, lo anterior dado que la importancia de la protección y sanción aparejada son propender al correcto funcionamiento del mercado de capitales en su conjunto, lo que a su vez tiene directa relación con el modelo de protección institucional inspirador de la norma de valores. Por lo que, con el único modelo en donde este límite quedaba más marcado era a propósito del modelo individual, donde el sujeto que cometía la conducta debía cumplir con esta condición de fidelidad que actualmente no limita la norma, por no ser el deber fiduciario el fin de la misma.

Llegando aún más lejos en este análisis, para quienes piensan que la actual LMV se ve inspirada aún por un modelo individual, dado que sería un tratamiento replicado del *Insider Trading*, tal como propone el profesor José Miguel Ried, esto haría limitar el círculo de autores solo hasta aquellos que tuvieran un deber de fidelidad con la empresa, y de ello se podría concluir, incluso, que no sería necesario el tipo penal de abuso de información privilegiada para evitar esas conductas, dado que el injusto se daría producto de la violación a esta relación fiduciaria (*fiduciary duty theory*), o como una especie de apropiación indebida⁸⁰. Lo anterior se desarrollará en profundidad más adelante en este trabajo, y nos servirá de base para defender una extensión del posible círculo de autores inspirada por la institucionalidad que marca la actual LMV, y junto con ello apoyar una categorización más específica de los eventuales responsables, para delimitar con mayor precisión la extensión del círculo de posibles responsables, tal como se propone a través de la doctrina comparada, que se analiza en el capítulo siguiente.

⁷⁹ Artículo 5 N° 27 ley 21.000

⁸⁰ GARCÍA PALOMINOS, G., (2013) p. 31

Respecto de la nueva ley 21.000, es importante hacer notar como el legislador se ha dado cuenta con el transcurso del tiempo, como los procesos investigativos deben irse especializando y complejizando en la medida de que las mismas conductas infractoras se han vuelto cada vez más frecuentes y sofisticadas.

CAPITULO III: LEGISLACIÓN NORTEAMERICANA SOBRE EL TRATAMIENTO DEL TIPO PENAL DE USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA: INSIDER TRADING.

Hasta ahora, se ha realizado un estudio generalizado del uso de información privilegiada y el desarrollo del tipo penal de abuso de información privilegiada bajo las características del mercado de valores, sus principios y modelos de protección que inspiraron los cambios legislativos. Sin embargo, es necesario, para poder comprender el fundamento que tuvo nuestra legislación en un comienzo, a propósito del tipo penal de abuso de información privilegiada, y el desarrollo que tiene hasta hoy en día, abordar la figura del *Insider Trading*, que es la denominación norteamericana, para tratar el delito de iniciados, esto porque esta figura fue precursora y modelo para variadas legislaciones incluyendo la nuestra⁸¹. En atención a lo anterior, es importante destacar que información privilegiada e *Insider Trading* no son sinónimos, aun cuando existe una conexión muy fuerte entre ellos. *Insider trading* es una conducta, una actuación, reprochada legalmente en casi todos los países, es el mal uso o uso indebido de este tipo de información, es el verbo rector de los tipos penales, como robar o matar. La información privilegiada, en cambio, es el objeto material sobre el que recae el delito, y el medio para la comisión de éste es el uso de indebido de información privilegiada. Así, haciendo un paralelo con el delito de homicidio, el *insider trading* sería matar, el *insider* o iniciado sería el homicida y la información privilegiada sería el arma utilizada.⁸²

3. *Insider Trading*

Para comenzar a desarrollar la figura norteamericana del *Insider Trading*, es necesario determinar el significado de esta expresión. El término es de origen anglosajón e *Insider*, por una parte, es el individuo que pertenece a una determinada organización o sociedad en una forma lo bastante cercana como para ser considerado parte integrante de la misma. Luego, *Trading* o *dealing* significa “actividad de negociar”⁸³.

⁸¹ Con esta revisión del *insider trading*, se abordará el fundamento del tipo penal de abuso de información privilegiada, y como ello, a su vez, va manteniendo un diálogo con las características, principios y modelos de protección abordados al comienzo de este trabajo.

⁸² CAMPOS GRAZIANI, R., (2006), p. 29.

⁸³ KEMELMAJER DE CARLUCCI, A., (1995), p. 151.

Entonces, de acuerdo a lo anterior vemos que el *insider trading* sería toda comunicación, divulgación o uso indebido que obtiene una persona, de manera directa o indirecta⁸⁴, y que es capaz de influir en la cotización de los valores, sin importar que esto traiga ganancias para quien hace uso de esta información.

Rolando Campos Grazianni por su parte señala: “La infracción consiste en negociar en condiciones ilegítimamente ventajosas, que implican aprovecharse de conocimientos con los que está prohibido transar para disminuir las legítimas ganancias de la otra parte, o derechamente privarlo de ellas, aumentando desproporcionadamente las ganancias propias”.⁸⁵

Ahora, en EEUU, se regula la información privilegiada bajo un modelo de carácter fiduciario, donde los *insiders* tienen un deber de lealtad con su sociedad o entidad en cuestión, y en tanto utilizan información que atenta contra ese deber de fidelidad⁸⁶ estarían cometiendo un ilícito, de lo contrario, es totalmente aceptable que estos sujetos al ser iniciados que están dentro de la empresa tengan información privilegiada, pero deben abstenerse de usarla. Esta última parte se parece a lo dispuesto en nuestro ordenamiento, toda vez que si un sujeto sabe que va a transar en el mercado con conocimiento de información privilegiada, debe abstenerse⁸⁷.

Hasta aquí, es posible ver que, a pesar de que nuestra LMV actual se inspiró del modelo norteamericano de *Insider Trading*, existen diferencias, y la más grande es que aun cuando en sus inicios se inspiró por un modelo de protección individual, como el ya revisado anteriormente, este ha ido cambiando, y hoy en día el legislador ha tenido como referencia un modelo de protección institucional, tanto en sede administrativa como penal, marcando así una gran diferencia con la legislación norteamericana, dado que la justificación del injusto en uno u otro sistema sería totalmente distinto. Por un lado, y a grandes rasgos, la justificación del injusto bajo la doctrina norteamericana tiene que ver con este deber de

⁸⁴ Se señala que se obtiene de manera directa o indirecta, dado que la legislación se basa en el modelo de protección institucional, entonces más que importar la relación, importa el daño que produce el mal uso de esta información en el mercado bursátil, dado que daña su transparencia, su equidad, su eficiencia, etc.

⁸⁵ CAMPOS GRAZIANNI, R., (2006), p. 11

⁸⁶ El modelo de protección inspirador de esta norma sería el que tuvo la legislación chilena en sus inicios, el denominado *Fiduciary duty-free theory*, abordado en pasajes anteriores a propósito de los modelos de protección inspiradores de la LMV.

⁸⁷ Esto guarda relación con lo dispuesto respecto del deber de reserva consagrado en el artículo 165 LMV: “(...) Igualmente, se abstendrán de comunicar dicha información a terceros o de recomendar la adquisición o enajenación de los valores citados, velando para que esto tampoco ocurra a través de subordinados o terceros de su confianza.”

fidelidad, y por otro lado nuestra legislación se basa en los perjuicios que puede traer aparejada esta conducta para el mercado de valores en su conjunto, y es por ello que este delito sería de aquellos denominados de peligro abstracto, como se verá en profundidad acerca del análisis penal del tipo de abuso de información privilegiada.

A pesar de lo anterior, en Chile existe un grupo de autores que defienden una especie de liberación del *Insider Trading*, para estos, ello no generaría un efecto nocivo en el mercado, de hecho, su prohibición privaría a la corporación de un modo valioso de remunerar a los *insiders* emprendedores, así como de un modo eficiente de expresar la información acerca de los valores en su precio⁸⁸. Esta sin embargo, es la postura minoritaria de la doctrina, dado que como veremos más adelante, la doctrina mayoritaria representada por el profesor Antonio Bascuñán y Juan Ignacio Piña están de acuerdo con una sanción eficaz para quienes cometan este tipo de conductas, ya sea una sanción administrativa o penal⁸⁹.

Bajo esta regulación norteamericana, es posible distinguir o realizar una clasificación de los sujetos que pueden cometer dicha conducta, y en atención a dicha clasificación se determina si merecen una sanción penal o no. Existe por lo tanto un tratamiento más acabado respecto del posible círculo de autores, cuestión que como se abordó a propósito de la historia de la ley no se encuentra contemplada en nuestra LMV. Es por ello, que el objeto de este análisis es dar de cuenta que en nuestra ley, aunque no se encuentra explícito, nos encontramos frente a ciertas clasificaciones similares a las que tiene la ley norteamericana, lo que puede ser de gran utilidad para ver más claramente las responsabilidades de aquellos que abusan de información privilegiada como los sujetos implicados en el caso D&S Falabella⁹⁰. Con ello se contempla la posibilidad de homologar las clasificaciones utilizadas por el *Insider trading* a los tipos penales contemplados en nuestra LMV o, más bien, como se postula en este trabajo, dar una idea o referencia al legislador chileno, para que vea esta legislación comparada, como un ejemplo para un futuro cambio legislativo en relación a las clasificaciones adoptadas por ella. Esta clasificación divide a los sujetos en *Insider Primario* y *Outsider*. Y a modo de abordar un análisis más completo al respecto, es que se agregará una nueva clasificación realizada por la doctrina europea a propósito de esta misma figura como es el *Insider Secundario*.

⁸⁸ MANNE, HENRY, G., (2005), p. 2.

⁸⁹ Esto en atención a que ambas son manifestaciones punitivas del estado, y de acuerdo a la postura que se tomará en este trabajo es que se preferirá una u otra o será posible defender ambas sanciones

⁹⁰ Esta distinción es clave en sede penal, dado que se ha dejado claro al comienzo del trabajo que aún existen problemáticas en torno a la delimitación del círculo de responsables. No genera tanta problemática, al parecer la delimitación del injusto administrativo, ya que vemos que la mayoría de los casos similares llevan aparejadas sanciones administrativas, aunque claro está que no es un tema totalmente zanjado.

3.1 Insider primario

La traducción de *insider* al español, dice relación con los iniciados, y una parte de la doctrina, principalmente la europea, ha definido a los iniciados como *insiders primarios* e *insiders secundarios*. Por otro lado, la doctrina norteamericana como se ha señalado anteriormente, solo distingue entre *internal insider* o iniciado propiamente tal y *external insider* u *outsider*, que es un tercero que adquiere la información de un *insider*, voluntaria o involuntariamente⁹¹. Por lo tanto solo sería reprochable la conducta del *internal insider*, por lo que el *outsider* solo podría ser culpable si se logra probar que éste sabía que la información que estaba utilizando era privilegiada, Esto genera un conflicto respecto del alcance que tiene la norma para aquellos que no siendo parte de la entidad emisora, ni teniendo un deber de fidelidad con ella deben abstenerse de transar en el mercado si poseen información privilegiada. Este conflicto será abordado posteriormente desde el punto de vista de la doctrina norteamericana y la chilena lo que nos servirá de base para el posterior estudio sobre la problemática respecto de la extensión del posible círculo de autores que trae aparejado el tipo penal de abuso de información privilegiada contemplado en nuestra legislación.

Por otro lado, en Europa, los *insiders primarios* son quienes como consecuencia de su participación en el patrimonio de la sociedad emisora o del ejercicio regular de su cargo, profesión o función han tenido conocimiento de una información reservada⁹².

También se ha definido como *insider primario* a quienes se encuentran dentro de la empresa emisora, y por lo tanto pueden acceder directamente a la información privilegiada. De acuerdo a la definición anterior serían *insiders* los directores, accionistas, asesores o funcionarios públicos, que, por su cargo o actividad, se encuentran en una posición que les brinda la posibilidad de acceder directamente a información privilegiada⁹³. Lo relevante es que sujetos no necesitan a otra persona para poder acceder a dicha información, ellos acceden a ésta de forma directa, sin intermediarios.

De los conceptos de *insider primario*, obtenidos de la doctrina comparada, podemos desprender que en nuestra legislación se encontraría regulada esta clasificación de manera análoga, al señalar el artículo 165 LMV “**Cualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad (...)**”. También podríamos desprender en atención a lo anterior y en relación al artículo 166 de la misma ley, que en ella se hace una enumeración de quienes

⁹¹ CAMPOS GRAZIANI, R., (2006), p. 124

⁹² TIEDEMANN K.,- NIETO A., (2000) p. 114.

⁹³ CAMPOS GRAZIANI R., (2006), p. 124.

pueden ser *insiders primarios* al señalar **“Se presume que poseen información privilegiada las siguientes personas:**

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

De lo anterior, podemos concluir, en principio, que para la legislación chilena la mayoría de los eventuales responsables contemplados en sede administrativa y penal son *insiders*, y a pesar de que se encuentra una especie de catálogo que señala los sujetos que pueden cometer esta conducta a propósito del citado artículo 166 LMV, existe igualmente en materia administrativa dudas sobre la extensión del posible círculo de responsables al señalar el artículo 167 de la misma ley:

“Las personas que en razón de su cargo o posición, posean, hayan tenido o tengan acceso a información privilegiada, obtenida directamente del emisor o inversionista institucional, en su caso, o a través de las personas indicadas en el artículo anterior estarán obligadas a dar cumplimiento a las normas de este título aunque haya cesado en la relación o posición respectiva.”

Esta clasificación sería homologable al círculo de responsables que contempla el tipo penal del artículo 60 letra e) de la LMV, al señalar “Las personas que se refiere el artículo 166 (...)”. Cuyo círculo de autores, vemos que no se ve restringido solo por el artículo 167, porque señala el verbo rector del mismo artículo letra g) **“El que (...)”**⁹⁴.

3.2. Insider secundario

Los *insiders secundarios* son aquellas personas que se encuentran dentro del mercado de valores, pero que no son parte de la sociedad emisora, entonces, al no ser parte de ella por no ser directores, accionistas, ni asesores, etc., no se podrían enmarcar dentro del concepto

⁹⁴ Esto será abordado con mayor profundidad en el capítulo sobre el análisis penal del abuso de información privilegiada.

de *insider primario*. También se ha definido al *insider secundario* como aquellas personas que han obtenido información a través de los *insiders primarios*⁹⁵. Otra forma de definir a un *insider secundario*, sería como aquellas personas que requieren de otro sujeto para poder acceder a la información privilegiada. De lo anterior se desprende el hecho de que ambos deben tener una relación, por tanto este *insider secundario* puede ser quien aun cuando se encuentra dentro del mercado, dado que trabaja de alguna forma en él, no trabaja para la entidad emisora, ni es dependiente de ella, y es por eso que no tiene información de manera directa de la misma.

Nuevamente, podríamos ver una analogía en nuestra legislación de la figura de *Insider secundario*, pero esta vez solo respecto de la conducta sancionada en sede administrativa. Lo anterior se desprende de la descripción contenida en el artículo 165 LMV al decir este que **“Cualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación tenga acceso a información privilegiada (...)”**. Sin embargo, para que ello fuese posible, debiésemos entender que la amplitud del termino “relación”, se refiere a aquellos que tienen relación con los *insiders primarios*, algo que por cierto es discutido, y además no hay claridad de si dicha clasificación puede ser aplicable en sede penal, ya que en nuestra legislación el tipo penal del artículo 60 letra e) solo hace referencia a los sujetos contenidos en el artículo 166 de la misma, por lo que tendería a caer en esta especie de “cajón de sastre” de la letra g) del mismo artículo. Lo anterior, porque en ninguna parte del tipo encontramos referencia al término relación, de la forma que lo hace la descripción de la conducta sancionada administrativa. Por lo tanto, de la manera en que se encuentra regulado el tipo penal actualmente no podríamos encontrar esa clasificación, y para que ello fuese posible, tendría el tipo penal que hacer referencia a aquellos que tienen una relación laboral, de parentesco, contractual y procesal, entre otras relaciones de confianza⁹⁶, con los sujetos contemplados en el artículo 60 letra e), o sea aquellos homologables a los *insiders primarios*. Esto como vemos, sería una propuesta para el legislador con miras de perfeccionar el tratamiento legal del tipo penal de abuso de información privilegiada.

3.3 Outsider

Para poder clasificar a aquellos sujetos que no siendo parte del mercado han podido obtener información privilegiada, es que se ha desarrollado el término outsider. Un *outsider* es una

⁹⁵ TIEDEMANN-NIETO (2000), p. 115

⁹⁶ Esto con el objeto de subsanar la amplitud del término relación y restringir de alguna forma el círculo de autores.

persona (taxista, mozos, empleados de imprenta, etc.) que recibe directa o indirectamente información privilegiada de un *insider*, ya no en razón de su cargo u oficio (como el iniciado) sino por motivos diferentes. Estos motivos pueden ser tan variados como una relación de parentesco.

La doctrina norteamericana los clasifica en:

i) Aiders: ayudantes, cómplices.

ii) Abbetors: inductores

iii) Tipees: informadores, soplones, informadores remotos.⁹⁷

Bajo esta doctrina se indica que debiese existir intencionalidad del *insider*, pero también existen casos en los que la información es revelada por mera negligencia, por ejemplo al conversar por teléfono en un taxi y revelar información privilegiada al conductor. Es conveniente por ello, realizar la clasificación anterior, para poder ver el alcance de la prohibición. Sin embargo, y de acuerdo al caso materia de estudio, toda transacción con uso de información privilegiada debiese ser sancionada, dado que bajo nuestro modelo de protección institucional, (colectivo) lo más importante es proteger el mercado y su normal funcionamiento. La distinción de igual manera, es importante para poder determinar el grado de la pena o de la sanción (sede administrativa), dado que el conocimiento o no conocimiento de que la información es privilegiada, debiese incidir en el *quantum* de la pena o el monto de la multa, según corresponda.

Existe bastante discusión respecto del *outsider*, dado que para la doctrina norteamericana, como este sujeto no tienen un deber de fidelidad con la empresa o sociedad emisora, no se podría sustentar el deber de abstención que sí pesa sobre los *internal insider*, por lo tanto, bajo ese punto de vista no sería responsable, pero bajo el modelo adoptado por la LMV chilena sería culpable por poner en riesgo el bien jurídico protegido del correcto funcionamiento y la confianza de los inversores en el mercado de valores. Otra parte de la doctrina indica que el fundamento de la sanción a este *outsider*, se sustenta en el hecho de que éste al saber que el *internal insider* viola su deber de reserva al revelarle dicha

⁹⁷ CAMPOS GRAZIANI, R.,(2006), p. 145.

información, estaría violando, a su vez, un deber de *fidelidad derivado*.⁹⁸ Con ello se busca dejar impune a quien casualmente se ha enterado de información privilegiada.

En la legislación chilena podemos ver que las descripciones que más se ajustan a la figura del *outsider* sería la mencionada en el artículo 166 letra f) LMV que dice: “Se presume que poseen información privilegiada las siguientes personas: Los cónyuges o convivientes de las personas señaladas en la letra a) del inciso primero, así como **cualquier persona que habite en su mismo domicilio**”. Y en materia penal, el *outsider*, se encontraría regulado a propósito del artículo 60 g) por contenerse en el tipo a todos quienes no caben en la conducta descrita en la letra e) del mismo artículo, esto se debe, como se señaló anteriormente, al verbo rector “**El que (...)**”.

Cuando la norma regula a los *outsiders*, sin una sanción penal diferenciada como lo hace actualmente nuestra norma de valores surge un conflicto bastante interesante, que tiene que ver con aquellas personas que se han enterado de información privilegiada por negligencia del emisor, por ejemplo si entra el encargado de aseo (contratado por una empresa externa) a la oficina del director de una compañía y escucha su conversación sobre un acuerdo de fusión, luego éste compra mil acciones de la compañía y se hace rico, ¿podría hacerse responsable a este sujeto de uso abusivo de información privilegiada? Para la doctrina norteamericana esto no sería posible, dado que el sujeto no tiene ningún deber fiduciario con la compañía al ser un trabajador externo, pero esto no sería igual para la doctrina chilena, dado que lo importante es que el sujeto dañó el mercado con dicha acción y además podríamos llegar a concluir que si el sujeto trabaja en una empresa muy importante del rubro bursátil, puede concluir que dicha información es bastante relevante y puede sacar provecho de eso. Para ello no se necesita un conocimiento más acabado del sistema ni tampoco tener un deber de fidelidad con el emisor, aunque puede parecer una interpretación muy amplia para algunos. Ahora, cambiando un hecho de la hipótesis, suponiendo que este sujeto es encargado del aseo contratado por la misma compañía del rubro bursátil, ¿cambia en algo su responsabilidad?, bajo la doctrina norteamericana, podrían existir dos hipótesis: 1) Que el sujeto al no ser parte del negocio, ni del mercado de valores, no tiene ningún deber de fidelidad con la empresa, además porque la información no se la ha revelado a sabiendas, y por lo tanto tampoco le alcanzaría el deber de *fidelidad derivado*; 2) El sujeto al ser contratado por la empresa, es un subalterno, y por lo tanto tiene un deber de fidelidad para con ella que no puede usar a su favor. Ahora para el derecho chileno, la responsabilidad del

⁹⁸ *Ibidem*, p. 146.

encargado del aseo sería más clara dado que al ser un contratado de la empresa, tienen una relación (dado que la norma no nos entrega el alcance de este término) con el emisor de tipo laboral, y por lo tanto si se entera de información proveniente de él, debe abstenerse de usarla, por lo tanto bajo esta hipótesis sería más clara la responsabilidad del encargado de aseo, aun cuando debiese existir una regulación más clara del mercado de valores y de los deberes y prohibiciones que deben tener los subalternos de las empresas del rubro bursátil.

Por lo que, para despejar estos conflictos, será necesario entrar de lleno al análisis penal del tipo de uso abusivo de información privilegiada, ya que con ello se darán a conocer las características del mismo y los elementos objetivos y subjetivos del tipo que nos ayudarán a dilucidar la posibilidad o merecimiento de reproche de los que podrían denominarse *outsiders*.

CAPÍTULO IV: A PROPÓSITO DE UN CASO DE USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA (D&S FALABELLA)

Ya habiendo estudiado los contenidos necesarios para la adecuada comprensión de las sanciones aplicadas por la autoridad administrativa, tales como las características del mercado de valores, sus principios, la historia de la ley y sus modelos inspiradores, es que en el siguiente apartado se pretende abordar brevemente los hechos de la fallida fusión de D&S Falabella, para dar paso, posteriormente, a la revisión de las sanciones aplicadas por la SVS, a alguno de los responsables, que como se señalaba en el principio del trabajo, son de interés para las conclusiones finales, esto porque los implicados seleccionados, se encuentran contenidos tanto en la descripción del artículo 165, 166 en cierta medida en el artículo 167 como se apreciará en el análisis caso a caso. Las conductas de estos sujetos además, también se encontrarían descritas en el tipo penal del artículo 60 letra e), g) y h), aun cuando, de antemano, ya sabemos que no fueron sancionados penalmente.

Es pertinente abordar estas sanciones, además, ya que a través de ellas se podrá conocer el criterio jurídico utilizado por la entidad administrativa para atribuir responsabilidad, y ver además como dichos argumentos y pruebas pudieron servir de base para la posterior investigación y condena criminal⁹⁹. Tratado lo anterior, se propondrá y se dará una postura sobre la forma en que se podría haber imputado responsabilidad penal en este caso y no solo haber terminado en una suspensión condicional del procedimiento. Considerando además para ello, que las investigaciones solo recayeron en un *insider primario* y *secundario*, quedando de manifiesta la dificultad que tiene la investigación criminal al momento de determinar responsabilidad penal, para aquellos sujetos denominados *outsiders*¹⁰⁰.

4.1 Los hechos

En el caso materia de análisis hubo un total de 8 sanciones aplicadas por la Superintendencia de Valores y Seguros, en adelante SVS, (3 por infracción al deber de reserva y 5 por uso de información privilegiada). Es importante mencionar que los aspectos

⁹⁹ Lo cual debería dejar de ser una problemática por los cambios introducidos en materia de investigación con la ley 21.000, estudiada a propósito del capítulo de la historia de la ley.

¹⁰⁰ Por ello, es que se abordará brevemente la conducta de la cónyuge de uno de los responsables que se analizará más adelante en el tratamiento particular de cada sanción.

relevantes abordados en este capítulo y que servirán de referencia a lo largo del trabajo, son hechos que fueron probados y reprochados en sede administrativa, y para ello la SVS utilizó presunciones judiciales y simplemente legales como las dispuestas en el artículo 166 de la LMV, las que pueden ser desvirtuables mediante prueba en contrario.¹⁰¹ Es menester mencionar lo anterior, a modo de ver más claramente la dificultad de prueba que tienen estos casos en los tribunales penales, toda vez que el estándar de prueba es más alto que el administrativo¹⁰², rigiéndose por lo dispuesto en el artículo 297 del Código Procesal Penal.

Ahora, para poder identificar más fácilmente los hechos que fueron determinantes para poder aplicar una sanción por parte de la SVS, se agruparon los hechos en hecho A, B, C, siendo este último el hecho esencial.

Estos hechos, se configuran a partir de las negociaciones que realizaron ambas compañías con el fin de realizar un futura fusión que comenzaron el día 7 de Mayo de 2007 y terminaron con el hecho esencial de la fusión, informada al Superintendente de la época don Guillermo Larraín, el 17 de mayo del mismo año.

4.1.1 Hecho A (comienzo de las negociaciones)

Fue con fecha 07 de Mayo de 2007, que comenzaron las negociaciones de ambas compañías. Con esta fecha tuvieron su primera reunión el Director de D&S y el Director de Falabella, junto a socios controladores de las mismas empresas, con el objetivo de discutir sobre la posibilidad de una exploración de negocios conjunta¹⁰³

4.1.2 Hecho B (en etapa de desarrollo y término de las negociaciones)

Se volvieron a reunir negociadores de ambas compañías con fecha 14 de mayo de 2007, en dicha ocasión ya se había llegado a acuerdo respecto de la tasa de cambio, quedando pendiente los temas de gobierno corporativo.¹⁰⁴El 15 y 16 de mayo siguieron las negociaciones.

¹⁰¹ Al señalarse en el artículo 166 presunciones de acceso de información a determinadas personas por razón de su cargo, posición, o relación con la entidad emisora, se puede señalar que dicha presunción solo se podría desvirtuar cuando estos sujetos respecto de los que pesa la misma logren probar que desconocían que la información que utilizaron era privilegiada.

¹⁰² "Más allá de toda duda razonable"

¹⁰³ Superintendencia de Valores y Seguros. (2008). *Comunicado de prensa Superintendencia de Valores y Seguros hace pública sanción por uso de información privilegiada en compra de acciones e incumplimiento de Deber de Reserva*. p. 2

¹⁰⁴ ibídem p.3

4.1.3 Hecho C (Hecho esencial)

Fue el 17 de mayo del mismo año a las 15:00 hrs. cuándo ambas partes firmaron el acuerdo de fusión. Luego a las 16:00 hrs. del mismo día se le informó al Superintendente de la época. A las 16:30 horas, se informó al directorio de D&S y a las 17:08 horas, D&S remitió el hecho esencial, posteriormente a las 18:01, Falabella hizo lo propio.¹⁰⁵

4.2 Las sanciones aplicadas por la SVS

4.2.1 Sanción a María Luisa Solari

María Luisa Solari, era accionista mayoritaria del pacto controlador de Falabella, la cual se enteró de las negociaciones de fusión dado que se requirió personalmente de su firma para que se pudiera cerrar el acuerdo de fusión¹⁰⁶. A ella entonces, se le imputa la violación del deber de reserva, dado que ventiló esta información a su conviviente, y por lo que se le aplica sanción de multa por parte de la SVS. Al respecto, parece bastante extraño que a ella no se le haya responsabilizado igualmente de uso de información privilegiada, dado que ella sacó provecho de las transacciones que realizó su conviviente a su nombre o en sociedades donde ella es dueña junto con él (por lo que, de alguna manera hizo uso de información privilegiada, aunque no fue sancionada por ello). Esto bajo el tenor la norma en su Art. 165 LMV: “Cualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación con el respectivo emisor de valores o con las personas señaladas en el artículo siguiente, posea información privilegiada, **deberá guardar reserva y no podrá utilizarla en beneficio propio o ajeno, ni adquirir o enajenar, para sí o para terceros, directamente o a través de otras personas los valores sobre los cuales posea información privilegiada**”.

A pesar de lo anterior, los responsables, y en este caso María Luisa Solari, insistieron en que no habían realizado uso de información privilegiada, ya que se habían dado a conocer rumores a la prensa sobre esta posible fusión, lo que habría influido en la compra de acciones que se realizaron. Sin embargo, esta hipótesis no es admitida por la SVS, la cual señala que las negociaciones tendientes a un acuerdo de fusión eran información

¹⁰⁵ ibídem p.3

¹⁰⁶ Véase en sentencia Corte Suprema de 9 de diciembre de 2013 que falla casación en el fondo, Rol de ingreso No 9.136–2011, rechazándolo y se confirma el monto de la multa impuesta a María Luisa Solari y a don Marcel Zarour. Pronunciado por la Tercera Sala de esta Corte Suprema integrada por los Ministros Sr. Héctor Carreño S., Sra. María Eugenia Sandoval G., el Ministro Suplente Sr. Alfredo Pfeiffer R. y los Abogados Integranes Sr. Guillermo Piedrabuena R. y Sr. Alfredo Prieto B.

privilegiada desde sus inicios y hasta que se configura el hecho esencial, el 17 de Mayo de 2007.¹⁰⁷

La SVS, además ha dejado claro que los rumores no son motivo suficiente para poder inducir a los inversionistas a transar en el Mercado de Valores, sobre todo en este caso, dado que los hechos ventilados por la prensa al respecto eran de hace un año atrás aproximadamente. Además queda de manifiesta la violación al deber de reserva, dado que esta persona tiene el conocimiento necesario para saber que dicha información es valiosa y que puede obtener provecho de ella si hace uso de la ventaja que le entrega la información privilegiada de fusión entre estas dos grandes empresas.¹⁰⁸

A partir de lo anterior, es que la SVS logra demostrar la infracción al deber de reserva de esta socia, ya que queda claro su acceso y conocimiento del hecho esencial (Hecho C), ya que como se ha mencionado en principio, ésta fue requerida para que firmara el acuerdo, por lo que se encontraba en una situación de asimetría de información respecto de los demás intervinientes del mercado quienes sólo escuchaban rumores sobre las negociaciones sin poseer la certeza que ella tenía, y que tal como se señaló anteriormente, eran rumores que venían desde hace mucho tiempo atrás¹⁰⁹, incluso desde el 2006. Además, su cónyuge quien realizó operaciones de compra ese mismo día (Durante el Hecho B), se encontraba con ella y compró no menos que acciones de D&S para la empresa en la que ambos tenían participación. De lo anterior se desprende, que sólo quienes participaron o tomaron conocimiento de dichas negociaciones sabían a ciencia cierta que las noticias de Mayo de 2007 ya no eran sólo notas de prensa¹¹⁰.

Esta infracción al deber de reserva se lleva a cabo una vez que María Luisa Solari le revela esta información a su conviviente quien da órdenes de compra durante los Hechos B, sin importar que éste haya conseguido beneficios económicos de dicha compra, dado que para la SVS, la figura infraccional de uso de información privilegiada del artículo 165 de la LMV, no exige la producción de perjuicio para su perfeccionamiento y, de esa manera, tampoco la realización de un beneficio o provecho para ello, toda vez que el tipo sólo requiere que se haya obrado con dicho objeto.¹¹¹

¹⁰⁷ Superintendencia de Valores y Seguros, “comunicado de prensa SVS hace pública sanción por uso de información privilegiada en compra de acciones e incumplimiento de Deber de Reserva”. p. 3.

¹⁰⁸ Ello guarda relación con el elemento subjetivo del tipo

¹⁰⁹ Superintendencia de Valores y Seguros, “Res. Exenta N° 431”, p. 8

¹¹⁰ Ibídem

¹¹¹ Ibídem p.9

A modo de conclusión, siendo el conocimiento de las negociaciones para el acuerdo una información apta para producir el alza del precio de la acción D&S, debe entenderse que la sola circunstancia de haber actuado en el sentido y en orden de poder obtener dicho potencial beneficio, es suficiente para que se configure la infracción, cumpliéndose todos los requisitos del tipo¹¹². De este último razonamiento de la SVS, se puede concluir, también, que el solo hecho de revelar (en caso de infracción de reserva) o utilizar información privilegiada, para beneficio propio o ajeno constituye las infracciones contenidas en los artículos 165 y 60 letra g) y h) LMV. Además llama mucho más la atención el hecho de que se haya sancionado por infracción al deber de reserva en el ámbito administrativo y ello, sin embargo, no haya podido probarse en sede penal, siendo que la acción ejecutada por esta implicada, se encuentra abordada claramente en el tipo penal del artículo 60 letra h) LMV.

4.2.2 Sanción a Marcel Zarour Atanacio

El Señor Zarour, era el conviviente de hace dos décadas de la Señora María Luisa Solari, quien le proporcionó la información privilegiada de que D&S Falabella, se iban a fusionar, cuestión que tendría, dado los efectos en el Mercado de valores, directa incidencia en el aumento del precio de las acciones de ambas compañías. A raíz de lo anterior, es que éste compró acciones a nombre propio, y a nombre del Complejo Turístico Bahía Quimán de la que es dueño con Doña María Luisa Solari, y a nombre de ésta misma a través de la sociedad Agrícola Icha Solari y Cia Ltda.¹¹³

La SVS atribuye que éste obtuvo información de su conviviente, por hechos presuntos que son de alta relevancia y que no pueden ser desconocidos. Estos hechos se basan en los días y horas en los que se desarrolló la negociación de la fusión y en paralelo comparando las transacciones hechas en esas mismas fechas antes de que estas sociedades comunicaran la fusión como hecho esencial a la SVS. O sea, las transacciones por parte de este responsable se hicieron durante los Hechos B, antes de que se comunicara el Hecho C (hecho esencial). En efecto, el señor Zarour dió orden de compra a BCI corredora de bolsa para que adquiriera acciones de D&S, el día 16 de Mayo de 2007 a partir de las 11:20:25 horas¹¹⁴. Paralelo a esto las negociaciones de D&S Falabella aún continuaban, fue además ese mismo día que se visitó a doña Solari para requerir su firma, aproximadamente a las 7

¹¹² *Ibidem*

¹¹³ Superintendencia de Valores y Seguros. (2008). "Comunicado de prensa Superintendencia de Valores y Seguros hace pública sanción por uso de información privilegiada en compra de acciones e incumplimiento de Deber de Reserva". p. 8

¹¹⁴ Estos hechos se llevaron a cabo durante los Hechos B

de la mañana de ese día, tan solo unas horas antes de que el infractor realizara las transacciones citadas.¹¹⁵ Luego de ello los acusados se fueron de viaje juntos, por lo tanto, con ello y los hechos anteriormente señalados por la SVS, queda de manifiesta la responsabilidad del Señor Zarour, al constatarse la SVS que éste estaba en una posición de ventaja respecto de otros inversionistas, al conocer de cerca los negocios tendientes a la eminente fusión de D&S Falabella, y que aprovechándose de eso efectuó las transacciones descritas.¹¹⁶

Nuevamente la SVS, para justificar esta sanción, hace alusión a que “la figura infraccional de la LMV, en su artículo 165 no exige la producción de un perjuicio para su perfeccionamiento, y de esa manera, tampoco la realización de un beneficio o provecho para ello, toda vez que el tipo sólo requiere que se haya obrado con dicho objeto. Tal objeto resulta, en consecuencia, como una condición subjetiva para la punibilidad de acto, la cual se deduce de la conducta desplegada por el actor, esto es, del hecho de haber actuado contando con una información no divulgada con la capacidad de influir en la cotización de una valor y del modo que haría posible lograr tal provecho”¹¹⁷

Además la SVS en su Resolución exenta número 432, señala que: “el tipo se ha descrito como una figura prohibitiva de orden absoluto, desde que se ha entendido que la sola circunstancia de haber hecho uso de una información de tal índole, implica el aprovechamiento o uso de un privilegio, que el sistema legal imperante destierra por completo en aras de la conservación los bienes jurídicos que sustentan el mercado de valores”¹¹⁸. Lo anterior vemos que es un tema abordado y analizado por la doctrina nacional a propósito de lo observado por el profesor Bascuñán, al cuestionarse si la prohibición sería absoluta o si existe algún tipo de salvaguarda sobre las transacciones de valores con uso de información privilegiada, entendiéndose que dicho interviniente por su posición cargo o relación tendría acceso a dicha información. Desde ese punto de vista Bascuñán, al igual que lo entiende la SVS, señala que: “El efecto práctico de la prohibición absoluta consiste precisamente en excluir incluso esta salvaguarda: al poseedor de información privilegiada no

¹¹⁵ Superintendencia de Valores y Seguros, “Res. Exenta N° 431”, p. 8

¹¹⁶ Zarour, dió órdenes de compra a BCI corredora de Bolsa para la adquisición de 294.500 acciones D&S para sociedad Agrícola Icha Solari y Cia Ltda, de 244.460 acciones para Complejo Turístico Bahía Quimán, y de 101.490 acciones a título personal.

¹¹⁷ Superintendencia de Valores y Seguros, “Res. Exenta N° 432”, p.11-12

¹¹⁸ *Ibidem* p. 8

le está permitido de modo alguno efectuar transacciones sobre los valores a los que se refiere la información que posee”.¹¹⁹

Vemos en la sanciones aplicadas, que se prueban dichos aspectos, **tanto el conocimiento y conocimiento y voluntad** de querer realizar las transacciones por parte de los implicados. Por lo que llama la atención que a este sujeto no se le haya aplicado sanción penal, siendo que de los hechos queda bastante claro, que él se encuentra dentro del tipo penal descrito en el artículo letra f), al ser unos de los sujetos mencionados en el artículo 166 LMV, quedando de manifiesto, que los conflictos pueden deberse en este caso particular por la falta de prueba y el conflicto con el estándar probatorio en sede penal como se verá más adelante y la falta de interés del Ministerio Público en la persecución de estos ilícitos. Ya que la delimitación del círculo de autores aquí no debiese verse cuestionada, ya que él se encontraba dentro del artículo 166 letra f) Lo que es aplicable como ya se vio al tipo penal correspondiente al artículo 60 letra e).

4.2.3 Sanción a Eugenio Eben Aresti

Otra sanción interesante de mencionar, dice relación con la infracción de uso de información privilegiada por parte del sobrino del director de D&S, quien además era socio de su tío en otra reconocida empresa, éste implicado compró acciones de D&S a través de su esposa, y se presume el uso de información privilegiada del mismo, por las relaciones de orden familiar, social, comercial y profesional que éste tenía con el director de D&S en ese momento¹²⁰.

La cónyuge del sancionado realizó la compra de acciones durante el desarrollo de los Hechos A, quedando bastante claro, que hasta ese momento, solo aquellos sujetos partícipes de las negociaciones y aquellos que tuvieran gran cercanía con los negociadores, podrían tener acceso.

La primera orden de compra se dio el 11 de Mayo de 2007, durante el desarrollo de los Hechos A, ésta se realizó un día después de que se reunieron el Sr. Hans Eben, con Alfredo Moreno, director de Falabella. Luego, podemos ver que el Sr. Eugenio Eben Aresti, seguía muy de cerca el desarrollo de la negociación de la futura fusión dado que el día 18, un día después de que se comunicara el hecho esencial (Hecho c), se vendieron dichas acciones

¹¹⁹ BASCUÑAN RODRÍGUEZ, A., p. 101

¹²⁰ Superintendencia de Valores y Seguros. (2008). “Comunicado de prensa Superintendencia de Valores y Seguros hace pública sanción por uso de información privilegiada en compra de acciones e incumplimiento de Deber de Reserva”. p. 7

generando utilidades por la suma ascendiente a \$14.458.150¹²¹. De lo anterior vemos que las compras realizadas por el Sr. Eugenio Eben Aresti no fueron realizadas al azar, sino que se realizaron con el fin de sacar provecho de la información privilegiada que tenía, y a sabiendas de que poseía este tipo de información, puesto que en las fechas en las que él realizó las transacciones, no había otra forma de conocer la información más que haber obtenido la misma de primera fuente o ser parte de la negociación en sí. Otro suceso que demuestra que las compras se hicieron con uso de información privilegiada, es el hecho de que la sociedad a través de la cual se compraron las acciones no fue un inversionista habitual en ese año (2007), y que la única inversión en títulos de renta variable fue la realizada en Mayo de 2007, comprando acciones de D&S¹²², cuestión que hace aún más fuerte la presunción que utilizó la SVS para poder culpar al Sr. Eugenio Eben Aresti.

En este caso, el sujeto debió ser sancionado por el artículo 60 letra e), por lo que nuevamente nos encontramos ante un conflicto de falta de prueba en sede penal y de falta de interés del Ministerio Público, sin olvidar el conflicto que puede traer aparejado la delimitación del círculo de posibles responsables, toda vez que en este mismo caso, no fue sancionada la esposa de él, siendo que a través de ella se compraron las acciones y a la vez tuvo beneficio de esas ganancias, al ser éstas de su cónyuge y ser, por otro lado, aquella que contaba con un patrimonio suficiente para efectuar este tipo de operaciones. Por lo que su conducta, se encontraría descrita a propósito del artículo 167 LMV¹²³. Y haciendo una analogía al *Insider Trading*, ella vendría siendo una outsider, y por lo tanto de lo concluido hasta ahora ella sí debiese ser responsable en sede penal.

¹²¹ *Ibidem*

¹²² Superintendencia de Valores y Seguros, "Res. Exenta N°431", p. 3

¹²³ "Art. 167 Las personas que en razón de su cargo o posición, posean, hayan tenido o tengan acceso a información privilegiada, obtenida directamente del emisor, o inversionista institucional en su caso, o a través de las personas indicadas en el artículo anterior, estarán obligadas a dar cumplimiento a las normas de este Título aunque hayan cesado en la relación o posición respectiva"

CAPITULO V: ANALISIS PENAL DEL USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

El tipo penal de abuso de información privilegiada, se encuentra abordado en la LMV en el artículo 60 letra e) la cual determina la conducta básica del tipo de abuso de información privilegiada; letra g) y letra h) que regula el tipo penal de violación del deber de reserva.

Artículo 60 LMV: “**Sufrirán las penas de presidio menor en cualquiera de sus grados:**

e) Las personas a que se refiere el artículo 166 que al efectuar transacciones u operaciones de valores de oferta pública, de cualquier naturaleza en el mercado de valores o en negociaciones privadas, para sí o para terceros, directa o indirectamente, usaren deliberadamente información privilegiada;

g) El que valiéndose de información privilegiada ejecute un acto, por sí o por intermedio de otras personas, con objeto de obtener un beneficio pecuniario o evitar una pérdida, tanto para sí como para terceros, mediante cualquier tipo de operaciones o transacciones con valores de oferta pública;

h) El que revele información privilegiada, con objeto de obtener un beneficio pecuniario o evitar una pérdida, tanto para sí como para terceros, en operaciones o transacciones con valores de oferta pública.”

5. ELEMENTOS DEL DELITO

5.1. La acción

La acción es todo comportamiento humano dirigido por la voluntad con miras a un fin.¹²⁴ Para cometer el delito de abuso de información privilegiada por parte de los implicados en el caso materia de estudio, se requiere una acción, o sea, un comportamiento humano guiado por la voluntad¹²⁵. En este caso la acción consiste según la letra e) del artículo anteriormente abordado “(...) usaren deliberadamente información privilegiada” y letra g) El que valiéndose de información privilegiada (...), en ambos, el elemento común, y por tanto la acción de ellos es haber usado información privilegiada.

Al encontrarnos regidos por un modelo institucional, vemos que los sujetos activos no requieren una calidad especial, aunque de la sola lectura del artículo e), al referirse a las presunciones contenidas en el artículo 166 LMV, podríamos señalar que solo ellos podrían ser los sujetos activos, cuestión que pronto veremos, se desestima conforme a lo estipulado en el mismo artículo letra g).¹²⁶

¹²⁴ ETCHEBERRY ALFREDO, (1998), p. 175

¹²⁵ POLITOF, MATUS, RAMÍREZ, (2003-4), p. 172

¹²⁶ Esto se sustenta nuevamente por nuestro actual modelo de protección

5.2 El tipo

En palabras del profesor Politoff :

“El tipo penal, comprende el conjunto de elementos que integran la descripción legal de un delito. La tipicidad es la adecuación de una conducta del mundo real a esa descripción legal. Luego, a través del concepto de tipicidad se expresa la relevancia de una determinada conducta para el derecho penal, en el sentido de que una determinada conducta pueda ser subsumida en una descripción del tipo legal”.¹²⁷

Ahora, los tipos penales que se encuentran en los libros II y III del Código Penal, y en las leyes penales especiales, tienen todos en común una estructura que responde a la necesidad de describir una conducta con el lenguaje común: se refieren siempre a un sujeto (activo) que realiza la conducta que se considera lesiva para un bien jurídico¹²⁸.

Los elementos normativos del tipo que se abordarán a continuación, son solo las situaciones más evidentes en que el intérprete está obligado a indagar sobre el contenido valorativo de las palabras usadas por el legislador.¹²⁹

En este apartado se abordarán los elementos tanto objetivos y subjetivos del tipo que son de interés para nuestro análisis y la conclusión sobre la posibilidad de reproche de los sujetos materia de estudio.

5.2.1 Elementos objetivos del tipo

a) El verbo rector

El núcleo o verbo rector es la descripción de la conducta punible, la acción u omisión sancionada (matar, defraudar, falsificar, apropiarse, etc.)¹³⁰.

En el abuso de información privilegiada, el verbo rector sería común y es usar información privilegiada para realizar transacciones en el mercado de valores, cuestión que los tres implicados ya estudiados realizaron¹³¹. Conforme al artículo 60 letra e) el verbo rector sería

¹²⁷ *Ibidem*, p. 183

¹²⁸ *Ibidem*, p. 185

¹²⁹ *Ibidem*

¹³⁰ *Ibidem*, p. 188

¹³¹ María Luisa Solari, comete la conducta tipificada en el art. 165, respecto del deber de reserva y a su vez del tipo penal por la misma conducta, contenida en el art. 60 letra h) (aunque no es sancionada bajo esta figura penal), luego Marcel Zarour, se encontraría cometiendo la conducta descrita en el mismo artículo anterior, letra 166 letra f) “Los cónyuges o convivientes (...)” y por último Vicente Aresti, estaría bajo la descripción del mismo artículo letra g).

los que usaren deliberadamente información privilegiada , y la letra g) **el que valiéndose** de información privilegiada.

b) Sujetos

b.1) El sujeto activo

El sujeto activo de un delito es quien lo lleva a cabo, normalmente puede ser cualquier persona natural “el que”¹³². En el tipo penal de abuso de información privilegiada, los sujetos activos, vendrían a ser aquellos señalados en el artículo 166 LMV¹³³, y todos aquellos que valiéndose de información privilegiada transen en el mercado de capitales, tal como se señala en el artículo 60 letra e) y g) LMV, respectivamente. Es importante destacar, entonces, que los sujetos activos, son todos los que transen en el mercado de valores haciendo uso de información privilegiada, ya que en pasajes anteriores se abordó que el modelo de protección que inspira actualmente al legislador, es el llamado modelo institucional, y producto de ello es que podemos aseverar que el círculo de autores no se encuentra restringido al catálogo ofrecido en el art. 166 de la LMV, y se extiende a todos los que transen en el Mercado de Valores¹³⁴. Esto además, será de gran utilidad al momento de analizar los conflictos que existen en la doctrina acerca de la delimitación del círculo de autores.

b.2) El sujeto pasivo

El sujeto pasivo, por el contrario, viene a ser aquel ofendido por el delito, quien padece sus efectos¹³⁵. En este caso, vemos que el sujeto pasivo no es un persona determinada como en los casos de delitos comunes o delitos especiales, sino que son todos aquellos que pueden verse afectados por transacciones que se realizaron con información privilegiada, en desmedro de los demás.¹³⁶

¹³² POLITOF, MATUS, RAMÍREZ, (2003-4), p. 186

¹³³ En el artículo 166 LMV se consagra una presunción simplemente legal respecto del posible círculo de autores, toda vez que esta presunción puede desestimarse si alguno de los presuntos implicados, prueba no haber hecho uso de dicha información al momento de transar en el mercado de valores.

¹³⁴ Cuestión que se abordará con mayor profundidad en el análisis sobre las discusiones doctrinales al respecto del mismo tópico

¹³⁵ POLITOF, MATUS, RAMÍREZ, (2003-4), p. 186

¹³⁶ Nuevamente, esto guarda relación con el hecho de que nuestra LMV se encuentra regida bajo un modelo de protección institucional, y guarda, a su vez, directa relación con el bien jurídico protegido.

c) El objeto

c.1) El objeto material

El objeto material de la conducta u objeto de la acción es la cosa o persona sobre la que recae la acción¹³⁷. En este caso, por lo tanto, el objeto material es la información privilegiada, ya que la conducta recae sobre la información privilegiada.

Ya en pasajes anteriores de este trabajo se abordó el concepto de información privilegiada, el cual se encuentra regulado en nuestra legislación en el artículo 164 LMV y también por la doctrina¹³⁸. Sin embargo, es importante destacar que información privilegiada e *Insider trading* no son sinónimos, sin embargo, están íntimamente relacionados. El *Insider trading* es el delito y el medio idóneo para cometer ese delito es la información privilegiada¹³⁹. Se puede concluir que el concepto de información privilegiada tratado en nuestra LMV en el artículo 165 es igualmente aplicable tanto para la sanción administrativa como penal, ya que no se hace distinción alguna en la ley, e incluso el tipo penal del artículo 60 letra e) de la misma se remite a los conceptos del artículo 166 LMV.

Es importante mencionar, además, que el objeto de la información en Chile, se refiere específicamente a los valores, pero hay que destacar que este concepto se amplía un poco más en el Art. 165 LMV, en donde se señala que “(...) se les prohíbe valerse de la información privilegiada para obtener beneficios o evitar pérdidas, mediante cualquier tipo de operación con los valores a que ella se refiera o con instrumentos cuya rentabilidad esté determinada por esos valores”, con ello podemos concluir que nuestra legislación adopta la amplitud del término que incorpora la legislación española. Ellos emplean el concepto *instrumentos financieros* en el artículo 81 de su LMV. Como se puede apreciar, la amplitud del término instrumentos financieros, impide que los *insiders* u *outsiders* basen su defensa en el tecnicismo de que el título sobre el que operaban no había sido contemplado por la ley, por lo que su operación sería lícita¹⁴⁰.

En el caso en cuestión, no hay duda de que el objeto es la información privilegiada la que a la vez, se usa para comprar acciones¹⁴¹ en condiciones más favorables, ya que el precio aun no subía durante los Hechos A y B, pues no existía certeza, aún, acerca de la futura fusión

¹³⁷ *Ibidem*, p. 190

¹³⁸ Véase páginas 19-23 de este trabajo

¹³⁹ CAMPOS GRAZIANI, R., (2006), p. 123.

¹⁴⁰ *Ibidem*, p. 45.

¹⁴¹ Las acciones son valores de renta variable.

de D&S Falabella, por lo que es menester concluir que con el uso de esta información se buscaba comprar acciones a bajo costo para luego vender a mayor precio¹⁴². Vemos que no era necesario para que se cometiera la conducta típica, que los sujetos obtuvieran ventajas económicas¹⁴³, sino que solamente transaran en el Mercado de Valores utilizando información privilegiada, encontrándose en ventaja respecto de otros actores del mercado, y generando una gran asimetría de información entre ellos y los demás posibles partícipes de estas transacciones, al no cumplirse o al verse quebrantado un principio básico y elemental tratado al principio de esta memoria, como es la simetría de información con la que deben contar los actores de este mercado. La acción, en el caso materia de estudio, recae en dicha información, por parte los implicados.

Por otro lado, este objeto, no debe confundirse con el objeto jurídico del delito, que es el objeto de tutela o bien jurídico.¹⁴⁴

c.2) El objeto jurídico o Bien jurídico protegido

En el caso del abuso de información privilegiada, el bien jurídico protegido, sería **la confianza que tienen los actores del mercado bursátil, la fe pública o la igualdad de acceso a la información relevante**, conceptos que se toman como sinónimos¹⁴⁵. Lo anterior es fundamental a la hora de la toma de decisiones en el mercado de capitales, ya que en esa confianza descansan los distintos actores a la hora de transar valores, y es por ello que por medio de la prohibición del uso de información privilegiada y su sanción se busca, por un lado, evitar la discriminación en el conocimiento de la información y cumplir así el objetivo de una participación igualitaria de oportunidad en la información¹⁴⁶.

Lo anterior, además, lo podemos desprender de lo señalado por la Superintendencia de Valores y Seguros durante la tramitación legislativa de la Ley N° 19.301, al decir que la regulación persigue: a) Precisar lo que se entiende por información privilegiada; b) Evitar la discriminación del distinto grado de información en que participan los distintos actores del mercado; c) Impedir el uso indebido de la misma; d) Propender a una mayor transparencia del mercado de valores, y e) Aplicar las drásticas sanciones por el uso indebido de la

¹⁴² Bajo la presunción de que, concretada la fusión, los precios de estas acciones se dispararían

¹⁴³ Por ello es que se trata de un delito de peligro abstracto

¹⁴⁴ POLITOF, MATUS, RAMÍREZ, (2003-4), p. 190

¹⁴⁵ GARCIA PALOMINOS G., (2015), p.63

¹⁴⁶ *Ibidem*

misma¹⁴⁷. Entonces, vemos claramente que la norma busca que los potenciales inversores puedan confiar en el mercado de valores al momento de invertir en él, cuestión que solo puede lograrse al respetar todos los intervinientes del mismo, los principios básicos abordados a propósito de las características del mercado de valores.

d) Resultado

Desde el punto de vista de la LMV, vemos que lo que se castiga en los tipos penales del art. 60 e) y g) es el uso de información privilegiada, sin hacer mención a un resultado, el cual se puede concluir en este caso, es la obtención de una ganancia por parte de aquellos que realizaron la conducta típica, esto se sustenta por la misma ley, la que señala en la letra g) que, el que valiéndose de esta información tenga por objeto obtener un beneficio pecuniario, cuestión que es del todo natural si lo que se hace es transar con ventajas en el mercado de capitales, pero en ningún caso se establece como requisito el hecho de haber obtenido ganancias o ventajas producto de esa operación. Esto además se encuentra íntimamente relacionado con el hecho de que este delito es de aquellos denominados de peligro abstracto y no de daño, en palabras de Francisco Maldonado:

“Estos delitos de peligro se los ha concebido tradicionalmente -en todas sus formulaciones- como delitos cuyo centro radica en la generación de una condición que hace peligrar el bien jurídico. Así se evidencia en los llamados delitos de peligro concreto. Sin embargo en ocasiones dicha consecuencia (el riesgo) pasa a ser presumida por el legislador ya sea por dificultades referidas a la acreditación de un vínculo de imputación entre éste y la conducta a incriminar o por concurrir en determinados comportamientos una alta probabilidad estadística de generar dichos riesgos, dando con ello lugar a los tradicionalmente llamados delitos de peligro abstracto”¹⁴⁸

Es importante además realizar esta distinción para poder determinar cuándo se ejecuta la conducta típica. En el caso de abuso de información privilegiada, al tratarse de un delito de peligro, estamos señalando que basta para imputar responsabilidad, el hecho de haberse ejecutado la conducta típica sin importar su resultado. De peligro abstracto, es necesario señalar que la peligrosidad abstracta es la vara de medida que el legislador utiliza para prohibir ciertas acciones que pueden considerarse peligrosas de acuerdo a la experiencia general¹⁴⁹. Lo relevante para nuestro análisis, es que en este tipo de delitos no sirve utilizar

¹⁴⁷ Historia de la Ley 19.301, Acta Sesión del Senado N° 18, de 14.12.1993, Tomo II, p. 2980, En: Corte Suprema, Sentencia de fecha 3 de Mayo de 2016, rol de ingreso 19.679-2015, que inciden en el expediente rol 12.142-2012 del 16° Juzgado Civil de Santiago, que falla casación en el fondo, en los que se denuncia la infracción de los preceptos legales que inciden en la nulidad del fallo dictado por la C.A de fecha 30 de diciembre de 2014.

¹⁴⁸ MALDONADO F., (2006), p.23

¹⁴⁹ CONTESSE BLANC M., “El delito de uso ilegal de información privilegiada”. Tesis para optar al grado de licenciado en derecho, Pontificia Universidad Católica de Chile, p.81

como defensa el hecho de que el sujeto que ha cometido el acto ilícito, finalmente no causó daño alguno, dado que en la medida en que éste haya dado inicio a la ejecución ya es reprochable penalmente.

Este delito, además, es de aquellos denominados de mera actividad, dado que se trata de aquellos que como se ha explicado anteriormente, solo se configuran con la sola ejecución de la conducta típica por parte del sujeto activo, por lo que basta con que uno de los sujetos descritos en el artículo 166 o cualquiera que transe en el mercado de valores haciendo uso de información privilegiada, tal como describe el verbo rector contenido en el artículo 60 letra g) al decir “Él que valiéndose de información privilegiada (...)”, opere en la bolsa con dicha información.

5.2.2 Elementos subjetivos del tipo

Los elementos subjetivos del tipo hacen referencia a aquellas especiales motivaciones o finalidades del autor que deben comprobarse antes de afirmar la tipicidad del hecho¹⁵⁰. Esto supone en todo delito, el conocer los elementos objetivos del tipo y quererlos, es decir “conocer y querer el tipo”.¹⁵¹

Para los efectos sistemáticos, la apreciación de la existencia de un elemento subjetivo en el tipo penal conducirá, por regla general a la exclusión del castigo de esa figura a título de dolo eventual o culpa, pues tales posiciones anímicas son incompatibles con la intención claramente manifestada en el elemento subjetivo.¹⁵²

En el caso del tipo penal de abuso de información privilegiada, consagrado en el artículo 60 letra e) supondría saber la calidad que tienen respecto de esa información, o sea si se encuentra dentro del artículo 166, pero luego la letra g) no requeriría dicho requisito, ya que al esclarecerse que los sujetos activos en estos casos de uso abusivo de información privilegiada, puede ser cualquiera, no necesitaría saber que tiene una calidad especial, sino que bastaría que tuviera conocimiento de que hace uso de información privilegiada, por lo que, aunque no tenga deber de fidelidad con la entidad de la que tiene información, debe abstenerse de transar por este fin mayor, que es el que los demás puedan seguir confiando en el mercado de capitales. Esto, sin embargo es discutido, pero sustentado nuevamente,

¹⁵⁰ POLITOF, MATUS, RAMÍREZ, (2003-4), p. 191

¹⁵¹ CONTESSE BLANC M., “El delito de uso ilegal de información privilegiada”. Tesis para optar al grado de licenciado en derecho, Pontificia Universidad Católica de Chile, p. 166

¹⁵² POLITOF, MATUS, RAMÍREZ, (2003-4),194

bajo el modelo de protección institucional que rige nuestra LMV, y el fin preventivo que trae consigo las sanciones a estas conductas.¹⁵³

Por lo tanto, el sujeto activo debe tener plena conciencia de que la información que está utilizando es privilegiada, y que transa con ella con el objeto de obtener ganancias, ya que sabe que se encuentra en ventaja respecto de los demás inversionistas del mercado.

En cuanto a otro aspecto subjetivo del tipo, y como elemento común de las letras e) y g) del artículo 60 LMV, vemos que ambos exigen que la comisión sea dolosa, pues así lo indica la fórmula **con objeto de**, que revela intención o ánimo¹⁵⁴, por lo que se descarta que exista un tipo culposo de abuso de información privilegiada.

Es importante destacar que la voluntad final del sujeto activo debe estar dirigida a “querer el tipo”, lo que implica “querer ese tipo específico” y no otro.¹⁵⁵

5.3 La culpabilidad

Una vez que se ha determinado que concurren los elementos substanciales y formales del delito, o sea que existe una acción y que ella es típica, viene el proceso en que se debe efectuar una doble valoración de la acción. La primera de estas valoraciones es objetiva, e indica la conformidad o disconformidad entre dos órdenes de voluntades: la voluntad del sujeto, que ha dirigido la acción, y la voluntad del ordenamiento jurídico, acá aún nos encontramos ante una valoración meramente objetiva.¹⁵⁶ Esto quiere decir, que aquí basta con constatar que los implicados han realizado una conducta, que se encuentra sancionada en nuestra legislación, sin entrar, aún, al juicio de reproche que corresponde a la culpabilidad.

Sin embargo, al abordarse los elementos del delito, y del tipo penal propiamente tal se ha dejado claro que para la imposición de la pena no basta con la existencia de una conducta antijurídica (que pueda subsumirse en un tipo legal y no esté cubierta por una causa de justificación (acá no existe causal de justificación), sino que ella requiere además que al hecho se le pueda hacer el reproche culpabilidad, esto es, el reproche que se hace al que

¹⁵³ Esto quedará zanjado cuando se aborden los conflictos que se dan en la doctrina acerca de la delimitación del círculo de eventuales responsables

¹⁵⁴ POLITOF, MATUS, RAMÍREZ, (2003-4), p. 203

¹⁵⁵ CONTESSE BLANC M., “El delito de uso ilegal de información privilegiada”. Tesis para optar al grado de licenciado en derecho, Pontificia Universidad Católica de Chile, p. 168

¹⁵⁶ POLITOF, MATUS, RAMÍREZ, (2003-4), p. 229

podía obrar diversamente y optó por la conducta prohibida.¹⁵⁷ En este tipo de conductas de abuso de información privilegiada, no podemos encontrar causales de justificación, salvo aquella denominada “**cumplimiento de un deber**”, cuya hipótesis sería, por ejemplo, que en el directorio de una sociedad anónima, se obligue a un gerente a efectuar una operación en la bolsa haciendo uso de información privilegiada so pena de ser removido en caso de no obedecer a dicha orden.¹⁵⁸ Esta última se encuentra regulada en el Código penal, en el artículo 10 número 10¹⁵⁹.

Continuando con la teoría de la culpabilidad, en palabras de Alfredo Etcheberry:

“No basta eso, sin embargo, dentro del derecho vigente. Para hacer surgir la responsabilidad penal, o sea, la obligación que el sujeto tiene de someterse a las consecuencias jurídico-penales que la ley prevé para su acto. La objetividad del daño, la adecuación externa de la acción al molde legal, la contrariedad a la norma jurídica, no bastan todavía para completar los presupuestos de la responsabilidad penal. El derecho no impone tal responsabilidad sino después de haberse valorado la acción atendiendo fundamentalmente a su contenido interno, o sea, a la voluntad que la anima, entendiendo el término en su acepción más amplia, de conocimiento, de volición y de libertad. El propio orden jurídico se encarga de determinar los criterios de acuerdo con los cuales debe efectuarse esta valoración. Esa cualidad de la voluntad que la hace reprobable a los ojos del derecho y que es requisito de la responsabilidad penal, es lo que se llama la **culpabilidad**”¹⁶⁰

En el caso materia de estudio, el reproche de culpabilidad de cada uno de los implicados abordados debiese basarse en el hecho de que, primero ninguno de ellos es inimputable conforme a las reglas generales de inimputabilidad contempladas en nuestro Código Penal, por otro lado, todos tenían conocimiento de lo que estaban haciendo, por ser todos ellos además, frecuentes intervinientes del mercado de capitales, ya sea porque ellos trabajaban constantemente en empresas que colocan y compran acciones en la Bolsa, y/o porque eran inversores habituales del mercado de valores. Además, ellos se encontraban motivados a transar en el mercado con información de carácter privilegiada, y así se constató por el ente administrativo a través de presunciones y hechos ciertos que daban de cuenta del actuar motivado con el propósito de obtener ventajas operando con información privilegiada, o ventilándola, en el caso de María Luisa Solari.

¹⁵⁷ *Ibidem*, p. 243

¹⁵⁸ CONTESSE BLANC M., “El delito de uso ilegal de información privilegiada”. Tesis para optar al grado de licenciado en derecho, Pontificia Universidad Católica de Chile, p. 177

¹⁵⁹ ART. 10. Están exentos de responsabilidad criminal:

10º El que obra en cumplimiento de un deber o en el ejercicio legítimo de un derecho, autoridad, oficio o cargo(...).

¹⁶⁰ ETCHEBERRY ALFREDO, (1998), p. 270

5.4 Conflictos en la atribución de responsabilidad en los casos de abuso de información privilegiada

En el siguiente apartado, se abordarán los conflictos que se generan a la hora de querer determinar responsabilidad penal en este tipo de casos, entre ellos encontramos las problemáticas relacionadas a la delimitación del círculo de autores, como tema central en donde se abordarán las posturas de la doctrina al respecto, y otros problemas secundarios como aquel relacionado con la prueba y la carga de la misma.

5.4.1 Aspectos Problemáticos en la delimitación del círculo de posibles responsables de abuso o uso abusivo de información privilegiada

Al comienzo de este trabajo se señaló que uno de los conflictos más importantes que se presentan al momento de querer imputar responsabilidad penal en este tipo de casos y específicamente en el de la fallida fusión de D&S Falabella, es la delimitación del círculo de potenciales autores del delito. Para analizar con mayor profundidad este fenómeno, se darán a conocer las posturas divididas de la doctrina para luego poder tomar partido por una de ellas, así, desde esa perspectiva se podrá proponer formas de hacer frente a la problemática y con ello poder cambiar el paradigma de la escasa aplicación de sentencias condenatorias en sede penal a aquellos que abusen de información privilegiada.

Además del mencionado conflicto, se abordarán brevemente otros aspectos problemáticos que surgen a propósito de la carencia de condenas en los delitos económicos o también conocidos como ilícitos de *White collar*. Estos conflictos dicen relación con la difícil obtención de pruebas¹⁶¹, la determinación de quien tiene la carga probatoria, la posibilidad de utilización de la presunción contenida en sede administrativa en sede penal¹⁶², el *non bis in ídem*, y la falta de interés del Ministerio Público en la persecución de este tipo de conductas ilícitas.

De todo lo anterior se tomará una postura en las conclusiones de este trabajo, a modo de vislumbrar la posibilidad de aumentar las sentencias condenatorias en delitos similares y tomar postura respecto de la posibilidad de que el caso materia de estudio terminara con una condena y no solo con una salida alternativa al juicio oral, como sucedió en su momento.

¹⁶¹ Pruebas que puedan respaldar las presunciones que se pueden obtener de las fechas y horas de las transacciones, por ejemplo.

¹⁶² Entiéndase la presunción del artículo 166 LMV, ya tratada anteriormente, por lo que no será abordada nuevamente en este punto.

5.4.2 Posturas de la doctrina sobre la delimitación del círculo de autores

Mucho se ha dicho en este trabajo que no existe una postura unificada por la doctrina a propósito de si el círculo de autores del tipo penal de abuso de información privilegiada estaría delimitado o no, y por lo mismo no hay claridad, hasta el momento, de quienes pueden ser alcanzados por dicha extensión. En concordancia con lo anterior, surge la interrogante de si la delimitación estaría dada por la norma administrativa, a propósito del artículo 166 LMV, o ésta no sería estrictamente taxativa a la hora de delimitar el alcance de la norma penal, sino más bien ejemplar.

Sin embargo, del estudio de la historia de la ley, se pudo desprender que parte de la doctrina que aboga por una delimitación más o menos estricta del círculo de autores, tiene como referencia al modelo de protección individual, y por otro lado, aquellos que piensan que el círculo de autores puede ser bastante más extenso de lo que señala, por ejemplo, la norma administrativa tienen en consideración lo dispuesto por el modelo de protección institucional. No basta, sin embargo, con enunciar dicha dicotomía sino que es necesario abordar el fundamento de cada uno de los autores, que se encuentran en veredas opuestas acerca de esta interrogante para así adoptar una u otra postura con un fundamento consistente y necesario para llegar a la conclusión.

Por un lado, vemos que el profesor José Miguel Ried es fuerte detractor, incluso, de la prohibición del uso de información privilegiada, ya que para él la información privilegiada es un bien valioso que pertenece al emisor de valores¹⁶³. Al comienzo de la regulación de la LMV, como vimos a propósito de la misma norma, el legislador tenía en consideración que era necesario prohibir este tipo de conductas porque dañaban u afectaban el patrimonio de los emisores de los valores, y por lo tanto, el círculo de responsables se encontraba delimitado hasta quienes tenían un deber de fidelidad con dicho ente. Por lo que el legislador tenía como referencia un modelo de protección marcadamente individual. Siendo, en consecuencia, solo *insiders*, responsables de conductas de uso abusivo de información privilegiada, sin considerar siquiera una condena en sede penal. Volviendo a la postura del profesor José Miguel Ried, éste señala que el tipo penal contenido en el artículo 60 letra g) LMV, contiene una extensión muy amplia del posible círculo de autores, dado que del tenor de la norma, y de acuerdo al verbo rector “El que valiéndose de información privilegiada (...)”, cualquier persona que tenga información no divulgada al mercado, capaz de influir en

¹⁶³ RIED UNDURRAGA J., (2004), p. 440

el precio de ciertos valores, comete un delito si transa esos valores con el objeto de obtener un beneficio o si revela, con esa intención, la información¹⁶⁴. Es por ello, que dice que debe considerarse este deber de fidelidad para delimitar la extensión de posibles responsables, cuestión que sería correcta y aplicable si nuestra ley de mercado de valores aún estuviera inspirada por un modelo individual, como lo proponía la ley estadounidense a propósito del *Insider Trading*. Sin embargo, esta postura se vuelve poco aplicable, actualmente, dado que el modelo de protección utilizado hoy en día por el legislador es institucional, como lo vimos a propósito del capítulo sobre la historia de la ley. Del análisis anterior, es preciso concluir que actualmente la extensión del posible círculo de autores alcanzaría incluso a aquellos que sin tener ningún deber de fidelidad con la empresa obtengan información privilegiada y transen a sabiendas de ello en el mercado de capitales. Por lo que a pesar de que nuestra LMV imitó en gran parte al *Insider Trading*, no tiene su misma fundamentación ni tampoco el mismo tratamiento como ya se analizó en el Capítulo III.

Por otro lado, el profesor Juan Ignacio Piña, reconoce que la tipificación del uso de información privilegiada estaría relacionada con la funcionalidad del sistema de valores en general, y por lo tanto, su prohibición se relaciona con un deber general positivo de resguardar ciertos bienes en razón de la posición que ocupa.¹⁶⁵ En este caso, este autor aboga por señalar que el bien jurídico protegido como se abordó anteriormente sería la confianza de los potenciales inversionistas en el correcto funcionamiento del mercado. Por lo tanto no cuestiona, a grandes rasgos, la existencia de la tipificación del tipo penal de abuso de información privilegiada en los términos de José Miguel Ried, pero al igual que este último mantiene una discusión con respecto a la extensión del tipo penal consagrado en el artículo 60 letra e) y g) LMV. Para él, lo dispuesto en la letra e), por un lado, implica una determinada cualidad especial del sujeto activo (ser alguno de los enumerados en el artículo 166), mientras que lo dispuesto en la letra g) es una prohibición general que alcanza a cualquiera que cuente con información privilegiada.

José Ignacio Piña además sostiene que esta escasa taxatividad de la norma penal trae conflictos al no realizar algunas distinciones que son esenciales.

Al respecto, señala expresamente el mismo autor:

“El supuesto de los sujetos que cuentan por sus posiciones (sea institucional dentro de la empresa o por relaciones de otro tipo como el parentesco) con información privilegiada parece

¹⁶⁴ *Ibidem* p. 444

¹⁶⁵ PIÑA ROCHEFORT, J.,(2010), p. 118

evidente. Estos sujetos están en una posición de garante respecto de esa información que les impide usarla para sí e incluso entregarla a terceros para que la usen. Desde esta perspectiva, no presenta problemas el primer supuesto.

No puede afirmarse lo mismo del segundo, toda vez que aquí no hay una responsabilidad institucional sino que alcanza a todo a aquel que (“el que”) cuente con información privilegiada¹⁶⁶.

De lo anterior, surge el conflicto acerca de si la norma en el artículo 60 letra g) puede llegar a ser tan extensa que incluso terceros ajenos que se enteraron de la información por casualidad, como el caso de un mozo, pueden ser imputables, sin embargo, remontándonos al bien jurídico protegido y a las normas generales del derecho penal, la imputación del sujeto vendría dada por la prevención general positiva siempre y cuando se logre demostrar que actuó a sabiendas de que la información era privilegiada¹⁶⁷. Lo cual estaría en total concordancia con el modelo institucional inspirador de la actual LMV y el bien jurídico protegido por el tipo penal.

Sin embargo, Piña dice que “esto es poco sostenible, muy en especial si se considera que estos son delitos dolosos y que en este caso el director imprudente (que tiene posición de garante respecto de la información) resultaría impune y el tercero transeúnte que escuchó la recomendación y que conforme a ella compró acciones debería recibir una sanción penal. Una adecuada interpretación del tipo penal debería distinguir a aquellos que se hacen de la información por el trabajo o función que desempeñan y aquellos que se imponen de ello casualmente”

A pesar de lo señalado por el profesor Piña, éste vuelve a olvidar, al igual que José Miguel Ried la institucionalidad que marca la LMV, por lo que aquí parece existir además de un problema de falta de taxatividad y carencia de criterios interpretativos de la norma, un conflicto bastante relevante a propósito del *quantum* de la pena, toda vez que del tenor de la norma es posible concluir que este delito es igualmente imputable, para todo aquel que use información privilegiada, sin considerar los deberes de garante y la posición que tiene el sujeto que obtiene esta información para hacer variar el *quantum* de la pena que puede traer aparejada.¹⁶⁸

¹⁶⁶ PIÑA ROCHEFORT J., (2010), p. 123

¹⁶⁷ O sea que se la conducta era reprochable, bajo lo estudiado a propósito de la culpabilidad en los pasajes anteriores de este trabajo.

¹⁶⁸ A pesar de que se logra identificar este conflicto sobre el *quantum* de la pena, esto no será abordado en profundidad ni nos haremos cargo de ello, toda vez que se cree que dicho conflicto debe ser tratado en extenso e incluso puede ser material suficiente para otro trabajo de investigación.

Por lo tanto, Piña es de la idea de delimitar la extensión de los responsables, llegando a concluir que los criterios de imputación debiesen ser más estrictos para aquellos denominados *Outsider* o *tippes* en la doctrina norteamericana del *Insider Trading*. Por lo que al igual que José Miguel Ried, se equivocan en la utilización del modelo inspirador de la LMV, considerando que la infracción de deberes de lealtad o de custodia de información son los que justifican la punibilidad, de modo que solo aquellos sujetos que ostenten una posición de garante respecto de esa información podrá hacerseles responsables de esa revelación.¹⁶⁹

“Desde esa perspectiva, si bien la utilización de información privilegiada puede sancionarse respecto de terceros extraños a la fuente de la información, los deberes de reserva solo pueden ser infringidos-y por ende sancionados- por aquellos que ocupan una posición institucionalmente ligada a dicha fuente. De hecho, debería servir como criterio paliativo –si bien incapaz de subsanar la incoherencia sancionatoria- que los iniciados secundarios sólo pudiesen ser objeto de sanciones administrativas y nunca penales”.¹⁷⁰

Respecto a este último punto se tomará postura en las conclusiones de este trabajo, aunque parece estar bastante claro desde el punto de vista de la historia de la ley y del tratamiento actual de la legislación del mercado de capitales.

Por otro lado, el profesor Antonio Bascuñán Rodríguez, aborda críticas sobre la extensión y tratamiento del círculo de autores que contiene la norma administrativa principalmente, y que tal como se ha comprobado a lo largo de este trabajo son aplicables en sede penal (aunque no por ello restrictivas), y por lo tanto, inciden sus críticas a lo que podamos concluir en sede criminal.

Para este autor los cambios legislativos que trajo consigo la LMV y que fueron tratados en el Capítulo II de este trabajo, tuvieron un impacto en la extensión y determinación de quienes podían cometer las conductas contenidas en los artículos 165 y 167 en relación con el artículo 166 LMV. Estos cambios se produjeron de la mano del cambio de modelo de protección utilizado por el legislador y la necesidad de que estas conductas tuvieran una sanción aparejada. Sin embargo, la postura de Antonio Bascuñán dice relación con la crítica que trae aparejada el hecho de que los sujetos tratados por la norma en el artículo 165, 166 y 167 LMV tienen en algún grado una vinculación con la entidad emisora, con lo que dejaría fuera a quienes no tuvieran esta relación y ello según el modelo de protección institucional estaría errado, dado que con este modelo termina el deber de fidelidad adoptado en los

¹⁶⁹ PIÑA ROCHEFORT J., (2010), p. 125.

¹⁷⁰ *Ibidem*.

inicios de la regulación de mercado de valores, y que genera grandes confusiones y errores interpretativos en la doctrina hasta hoy en día.

Al respecto señala estrictamente Antonio Bascuñán:

“El círculo de destinatarios de las normas de comportamiento estaría delimitado por la regulación conjunta de los Arts. 165 inciso primero y 166. Obviamente, esta solución interpretativa sólo alcanza a las personas que detenten “un cargo, posición, actividad o relación” con un emisor o inversionista institucional, y deja fuera el círculo de destinatarios a otros poseedores de información privilegiada”.¹⁷¹

De lo anterior, podemos concluir que nuevamente, existe un error de restricción del círculo de autores por un deber de fidelidad o relación con la empresa. Y para ello se señala que podría revertirse esa circunstancia si se interpretara el artículo 165 en la parte que dice “las personas señaladas en el artículo siguiente”, (y de las personas relacionadas con ellas) con independencia de la regla de presunción contenida en el artículo 166¹⁷². Sin embargo, esto vuelve a generar un conflicto que guarda relación con lo mencionado al comienzo de la postura de Bascuñán. Nuevamente quedarían fuera de la prohibición aquellos que no tengan esta relación institucional con la entidad emisora de valores, cuestión que no debe suceder en sede penal al señalar el verbo rector del artículo 60 letra g): “**El que** valiéndose de información privilegiada (...)”, sin hacer alusión a que este sujeto debiese detentar una calidad o posición especial frente al emisor de valores, con lo que nuevamente se confirma que el círculo de autores en sede penal es más amplio que lo dispuesto en sede administrativa.

Luego, siguiendo con el análisis del potencial círculo de autores, el profesor Manuel Jaén Vallejo, al referirse al objeto de protección del delito de abuso de información privilegiada hace hincapié en un tema fundamental al señalar expresamente:

“No cabe duda que en el abuso de información privilegiada se entremezclan distintos aspectos, pues puede afectar a la relación de confianza entre el *insider* y la empresa para la que trabaja, al utilizar una información obtenida por razón de su profesión, sin estar autorizado para ello. Puede producir también un perjuicio patrimonial al inversor individual, pues es claro que al disponer de la información que, en cambio, el *insider*, si tenía habrá perdido una oportunidad de ganancia en el mercado. **Pero el aspecto que mayor interesa en el marco del derecho penal del mercado de valores es otro: es el que se refiere, como se dijo, al**

¹⁷¹ BASCUÑAN RODRÍGUEZ A., p.114

¹⁷² *Ibidem*

perjuicio de la confianza pública, concretamente de la confianza de los inversores en el mercado de valores”.¹⁷³

Vemos que bajo las reglas generales de imputación, estaría justificado que aquellos terceros que no teniendo ningún deber de fidelidad con la entidad emisora sí tengan una pena aparejada, siempre que al transar voluntariamente en el mercado, con conocimiento de que poseen información privilegiada afecten con su conducta la confianza pública de los potenciales inversores del mercado, por lo tanto el bien jurídico protegido¹⁷⁴. Esto se ve reforzado al tratar la norma una prohibición absoluta de utilización o aprovechamiento de dicha información.

En los términos del profesor Antonio Bascuñán:

“El efecto normativo de la existencia de la prohibición absoluta de adquirir o enajenar es la configuración de un supuesto de hecho distinto del supuesto de hecho correspondiente a la prohibición de utilización o aprovechamiento. Este supuesto de hecho consiste en (a) poseer información privilegiada y (b) adquirir o enajenar valores a los que se refiere esa información. Respecto de la concurrencia de ambos elementos son plenamente aplicables las reglas generales de imputación. Si se sostiene que éstas exigen intención (conocimiento y voluntad de realizar la acción, conocimiento de las circunstancias de su utilización), entonces la sanción por la infracción de la prohibición supone la prueba del conocimiento de la información y la prueba de conocimiento y voluntad de realizar la transacción”.¹⁷⁵

Esta última vendría siendo la postura que se adopta en este trabajo, o sea que el círculo de responsables solo debiese verse limitado por las reglas generales de imputación, con lo que solo queda reiterar que en el caso materia de estudio, era posible hacer un juicio de reproche.

5.5 Otros conflictos en la aplicación de sanción penal

Es necesario reconocer en la pena una intención disuasiva a través de la confirmación de que las normas que rigen a los actores del mercado de valores permanecen vigentes. Esto permite mantener niveles relativos de certidumbre respecto de las condiciones de inversión y así estos actores pueden desenvolverse normalmente.¹⁷⁶ Al no existir sanción penal alguna respecto del abuso de información privilegiada, podemos llegar a pensar que la sanción penal en estos casos no es suficientemente efectiva o no causa el efecto disuasivo necesario y que en cambio la multa (sede administrativa) es más efectiva, al afectar el patrimonio del

¹⁷³ JAÉN VALLEJO M., (2009), p. 122

¹⁷⁴ Cuestión que se sustenta cuando se analizan los elementos objetivos y subjetivos del tipo, sobre todo cuando se señala que los sujetos activos pueden ser cualquiera.

¹⁷⁵ BASCUÑAN RODRÍGUEZ A., p. 101

¹⁷⁶ PIÑA ROCHEFORT J.,(2010), p. 117

imputado. Respecto de esto, y considerando otros casos sancionados por la SVS, vemos que las sanciones administrativas no han sido lo suficientemente disuasivas, toda vez que los sujetos han seguido cometiendo conductas de este tipo. Hubo casos anteriores a D&S Falabella, que dan cuenta que las sanciones administrativas no lograron su objetivo. De los casos anteriores podemos nombrar el Caso de los ex controladores del Banco Penta-Consortio del 2001, cuya sanción fue una multa. Junto a este, encontramos el Caso Lan y el Caso la Polar¹⁷⁷, los que también terminaron en multas, demostrando que los sujetos no tienen miedo de infringir la normativa porque tienen capacidad de pago, pero en cambio, ¿qué pasaría si se enfrentaran a una sanción penal? Tal vez, muchos pensarían dos veces antes de cometer la conducta típica, y se lograría disuadir a unos cuantos.

Además de lo anterior, se han identificado otras problemáticas que podrían justificar de alguna manera la falta de atribución de responsabilidad penal relativos a la dificultad de prueba o insuficiencia de la misma, al probarse estos casos en presunciones simplemente legales, además se destaca una especie de falta de interés del Ministerio Público en la persecución de estos delitos, y de alguna medida también se ha señalado que la falta de sanciones penales podría verse afectada por el *non bis in idem*, sin embargo esto se ha ido descartando en el último tiempo como un conflicto que incida en la falta de atribución de responsabilidad penal, en conjunto con una sanción administrativa¹⁷⁸.

5.5.1 La prueba y la carga probatoria

Podemos ver, que en estos casos se hace difícil probar la culpabilidad en sede penal, dado que el estándar de prueba es mayor que en sede administrativa, y por lo tanto si no es suficiente para el juez, el sujeto podría quedar exento de responsabilidad penal, cuestión que podría considerarse como uno de los argumentos a favor de preferir una sanción administrativa antes que una penal. Junto con ello, la consagración de la presunción de inocencia como derecho fundamental proscribire la condena en la duda, porque, establece el hecho inicialmente cierto de que todo hombre es inocente.¹⁷⁹ Entonces lo que podemos

¹⁷⁷ Este caso, no tuvo solo sanción por uso de información privilegiada, sino también de otros delitos del mercado de valores.

¹⁷⁸ El *non bis in idem*, significa, a grandes rasgos, que no se puede juzgar dos veces por el mismo hecho. Sin embargo, al tener la sanción penal y administrativa, una naturaleza distinta, no habría conflicto en que ambas convivieran. A favor de esta postura HERNÁNDEZ BASUALTO H., (2014), Actividad administrativa, Procedimiento sancionatorio-Administrativo y proceso penal: Algunas necesidades de coordinación legal, EN: Sanciones administrativas X Jornadas de Derecho Administrativo Asociación de Derecho Administrativo (ADA)

¹⁷⁹ REYES POBLETE, M.,(2008), "Medios de prueba en el contencioso administrativo en Chile: Presente, futuro y puntos de tensión", p.5

concluir, a priori, es que las presunciones que se utilizan para sancionar en sede administrativa no son suficientes en sede penal, pero estas debiesen servir como base para la investigación, dado que la incertidumbre, es decir la duda entre la verdad y falsedad, caracteriza a los hechos que se proponen al comienzo del proceso en la acusación realizada por el Fiscal.¹⁸⁰ Por lo tanto, no se explica el hecho de que el Caso D&S Falabella y otros casos que versan sobre uso indebido de información privilegiada no puedan ser investigados por el Ministerio Público, siendo que la presunción obtenida en sede administrativa puede servir para empezar una investigación a cabalidad que cumpla con los estándares de prueba necesarios para que esto pueda llegar finalmente a un juicio oral¹⁸¹.

El sistema de valoración de la prueba en el ordenamiento jurídico chileno de acuerdo con el art 297 inciso 1° del Código Procesal Penal, es el de la libre valoración de la prueba¹⁸². Aun cuando esta libertad no se encuentra exenta de límites, dado que de lo contrario el juicio se basaría en la toma de decisión arbitraria por parte del juez. El mismo cuerpo legal, a su vez, ha establecido límites para los jueces a la hora de valorar la prueba, estos límites se basan en los principios de la lógica, las máximas de la experiencia y los conocimientos científicamente afianzados.

Es importante destacar, que el estándar de prueba es tan alto porque la condena afecta la libertad del responsable, un derecho constitucional, por lo tanto el juez al momento de valorar la prueba debe velar porque no se produzcan errores (aunque es imposible un margen de error cero). Pero, es importante señalar que las pruebas no son suficientes por si solas, sino que requieren de un proceso de inducción, de subsunción de la conducta al tipo, cuestión que es propia del juicio oral. Además, lo importante es que la prueba como tal, deje en evidencia el acaecimiento de la conducta típica, la que el juez como sujeto imparcial, pueda apreciar a simple vista, sin duda razonable.

Entonces adentrándonos nuevamente al Caso D&S Falabella, la presunción como tal no sería suficiente para el juez penal, cuestión que es bastante discutible, ya que a simple vista podríamos señalar que si se podía alcanzar el grado de convicción necesario, respecto de la reprochabilidad de las conductas ilícitas, dado que debemos considerar que las

¹⁸⁰ *Ibidem*, p. 7.

¹⁸¹ Es importante destacar, que estas interrogantes han sido relevantes para el legislador a la hora de la creación de la Ley que crea la Comisión para el Mercado Financiero, como se vio a propósito del estudio de la historia de la ley, ya que se contemplan mayor atribución y jerarquización del ente administrativo, en la tarea investigativa, y además se establecen canales más directos de comunicación entre el ente administrativos, el órgano persecutor y los juzgados penales.

¹⁸² REYES POBLETE, M.,(2008), p. 8.

presunciones utilizadas por la SVS se basaron en hechos ciertos, como son la relación de familia que es fácil de comprobar, la relación laboral, los informes de las corredoras; las declaraciones a las mismas; declaración de los sujetos implicados; informes que revelan las días y horas exactas de las transacciones; informe de la SVS de cuando se dio a conocer a esta el hecho esencial. Todo lo anterior ¿no es prueba suficiente para el juez? No queda claro por qué no lo sería, dado que lo importante de una investigación es poder corroborar todos aquellos hechos que den cuenta de que se llevó a cabo la conducta, y a la luz de los acontecimientos hay hechos suficientes que dan cuenta del abuso de información privilegiada, además de que la misma ley se basa en presunciones para poder determinar quiénes tienen acceso a la información privilegiada, tal como se ha analizado anteriormente. A su vez, el juez penal, debe comprender que, por el tenor de las transacciones en el mercado de valores, no existe otra forma de saber que se utiliza información privilegiada más que la presunción. De lo contrario, si la presunción no es suficiente como prueba, debiese cambiarse el tipo penal que consagra la conducta, o dejar de lado completamente la sanción penal, y solo aplicar la sanción administrativa, que en atención a lo anteriormente señalado no sería el camino correcto dado que los sujetos, como veíamos anteriormente, no limitan su actuar cuando las sanciones que su conducta trae aparejada son multas. Por lo que queda como tarea pendiente una especie de reestructuración del tipo penal consagrado en la LMV para que no existieran conflictos relacionados con la prueba, el estándar probatorio y la determinación de una pena para quienes hacen uso indebido de información privilegiada.

Para reforzar la idea anterior, es pertinente mencionar otro caso de abuso de información privilegiada como es el Caso Schwager. A modo de resumen, es preciso señalar que en el caso Schwager S.A, se hizo uso abusivo de información privilegiada por parte de don Jacobo Kravetz, gerente general de la empresa en ese tiempo, cuando éste al enterarse de la decisión unilateral de la compañía de poner término anticipado al Memorando de Acuerdo que tenía con la Empresa Nacional de Petróleo (ENAP), vendió aproximadamente 38 millones de acciones de Schwager S.A, por un monto total de \$691.155.600¹⁸³. Lo interesante de este caso es que si terminó en una sentencia condenatoria dictada por el 4° Tribunal Oral en lo Penal de Santiago, en donde se utilizaron dentro de la prueba documental variados instrumentos tales como, un Oficio Reservado suscrito por el Intendente de Valores de la época quien remitió antecedentes al Ministerio Público, resoluciones exentas en las cuales constan las sanciones administrativas que

¹⁸³ Superintendencia de Valores y Seguros, Comunicado de Prensa, SVS dicta resolución definitiva en caso Schwager. p.1

recibió el mismo imputado y otros implicados del caso por uso de información privilegiada en la SVS¹⁸⁴, quedando de manifiesto que el tribunal oral en lo penal si está dispuesto a admitir este tipo de pruebas para dar por probados hechos en sede penal. Cuestión que no fue suficiente en el caso materia de análisis, y que nuevamente nos hace voltear la mirada hacia el conflicto que tuvieron los implicados en torno a la posición, relación o cargo que ocupaban en dichas entidades. En el caso Schwager, el imputado era el gerente general de la empresa, el que para los efectos de nuestra legislación se encontraba regulado en el artículo 60 letra e). Por tanto, el estudio anterior, viene a reafirmar los conflictos identificados en el caso materia de estudio, como son la difícil atribución de responsabilidad penal para los sujetos contenidos en el artículo 60 letra g), o los que se podría identificar por la doctrina norteamericana como los *outsiders*, siendo que incluso en la acusación del mismo Señor Kravetz, se solicitó una condena por ambos delitos, el de la letra e) y g)¹⁸⁵, condenándosele finalmente solo por la letra e) del artículo 60, quedando también de manifiesto el hecho de que no se utiliza el artículo 60 letra g), cuyo verbo rector el que, hace extensible el círculo de eventuales responsables.

5.4.3 Falta de interés del Ministerio Público en la persecución

Además de los conflictos ya abordados, y siendo que las normas no difieren tanto de las que imponen sanciones administrativas, llama la atención lo que parece ser una cierta falta de interés del Ministerio Público de perseguir este tipo de hechos¹⁸⁶. Por lo que, podríamos señalar que existe una tarea pendiente desde el punto de vista de la persecución criminal en casos de delitos económicos, la razón por la cual el Ministerio Público, no tiene un mayor interés en condenar este tipo de casos es una interrogante que no podemos responder hoy en día, pero que es bastante inquietante, dado que con los años y cantidad de casos similares al analizado en este trabajo, hemos podido dar cuenta que la multa en sede administrativa no genera el efecto disuasivo esperado, y tampoco se ha mejorado la norma para evitar los problemas en la atribución de responsabilidad penal, cuestión que se ha analizado y criticado durante el desarrollo de este trabajo. Esto muchas veces implica que el Ministerio Público se vea obligado por la opinión pública a iniciar investigaciones con poca

¹⁸⁴ Sentencia condenatoria del 4^a Tribunal oral en lo penal de Santiago en contra de Jacobo Kravetz, (Ruc: 0500630079-2, Rit: 67-2010), p. 105

¹⁸⁵ Sentencia condenatoria del 4^a Tribunal oral en lo penal de Santiago en contra de Jacobo Kravetz, (Ruc: 0500630079-2, Rit: 67-2010), p. 8

¹⁸⁶ WINTER ETCHEBERRY, J., (2015), "Derecho Penal e impunidad empresarial en Chile", Revista de Ciencias Penales, sexta época(XLII) N° 2, p. 56.

viabilidad en la práctica, ya sea porque debe utilizar tipos penales que dudosamente se aplican o busca castigar por otros hechos que los que dieron inicio a la investigación¹⁸⁷. Por último, es necesario que la legislación se modernice de la mano con la persecución penal que lleva aparejada, para evitar así la regulación de tipos penales que tienen difícil o nula aplicación en nuestro sistema jurídico actual.

¹⁸⁷ *Ibidem*, p. 70.

II. CONCLUSIÓN

No es fácil llegar a una conclusión en este tipo de análisis en donde aún existen discusiones doctrinarias opuestas y faltando aún suficiente jurisprudencia que respalde un criterio unificador por parte de los tribunales penales, acerca de la extensión del posible círculo de autores y de los otros conflictos abordados que guardan relación con esta escasa atribución de responsabilidad en delitos denominados de *White Collar*. Sin embargo, del estudio realizado en el desarrollo de los capítulos se puede llegar a la primera conclusión, la cual es, que nos encontramos frente a una norma de mercado de valores poco precisa, la cual no guarda total correlato con el modelo de protección institucional que inspira actualmente nuestra legislación, tanto en la regulación del tipo administrativo y penal de abuso de información privilegiada, o sea, se registra este conflicto en los artículos 165, y 60 e) y g) específicamente. Junto con ello, otra conclusión que podemos extraer del análisis realizado, es que vemos una carencia por parte de la doctrina de un criterio unificador al respecto del mismo punto, ya que de la revisión de las posturas de los distintos autores vemos que algunos aún confunden el modelo actual que caracteriza nuestra norma de capitales. Cuestión que es fundamental, como ya se demostró, ya que el hecho de que se determine uno u otro modelo puede generar grandes variaciones en la extensión del potencial círculo de eventuales responsables, lo que a su vez puede ocasionar, que alguno de los implicados, contenidos en el artículo 60 letra e), y g), 166, y 167 LMV, incluso, puedan quedar exentos de responsabilidad penal según se adopte uno u otro modelo.

Siguiendo con el argumento anterior, es que se hizo un estudio en este trabajo del modelo comparado del *Insider Trading*, para poder proponer al legislador la idea de realizar una reforma del tipo penal contenido en la LMV, en torno a la incorporación de las clasificaciones de quienes pueden abusar de información privilegiada, tales como *los insiders primarios, secundarios y outsiders*, lo que terminaría con la falta de claridad que marca hoy en día la norma de valores, al respecto de este tópico. Además, vemos que adoptar una clasificación similar parece ser más preciso que lo dispuesto en la norma actual, dado que ni siquiera se establece hoy en día una variación en el *quantum* de la pena para quienes cometan las conductas descritas en la letra e) y g), lo que deja entrever una especie de inutilidad del tratamiento diferenciado de la conducta de uso abusivo de información privilegiada, lo que además queda de manifiesto en la sentencia del caso Schwager, es que, aún cuando se solicita al Juez penal, se le condene al señor Kravetz por la conducta tipificada en ambas

letras, éste solo condena por la letra e), pudiendo claramente haberlo hecho responsable de ambos ilícitos. Además, esta especie de inutilidad de la conducta diferenciada en ambas letras, se explica dado que nuestra LMV actualmente se rige por un modelo de protección institucional por lo que no es necesario que primero el tipo trate sujetos que tienen una cualidad especial, para luego abordar a todos quienes puedan hacer uso de información privilegiada en la letra siguiente, por lo que queda aún más de manifiesta la necesidad de modificar este tipo penal.

Respecto del conflicto relacionado con la prueba y el estándar probatorio en sede penal, vemos que no existe un criterio unificado por los mismos tribunales penales, ya que por ejemplo, a propósito de otro caso de abuso de información privilegiada como el mencionado Schwager, vemos que el juez oral en lo penal no tuvo problemas en la utilización de las resoluciones exentas de la SVS, oficios reservados con información de transacciones, declaraciones de responsables, y todos aquellos medios de prueba que bajo lo establecido por el legislador penal en el Código Procesal Penal cabrían dentro de la libertad de prueba contenida en el artículo 295. Sin embargo, es necesario mencionar que en dicho caso, el juez oral en lo penal no se vio enfrentado al dilema respecto de la extensión del potencial círculo de autores, ya que el imputado se encontraba dentro del tipo penal del Artículo 60 letra e), o sea, era de aquellos catalogados por la doctrina comparada como *insiders primarios*¹⁸⁸, respecto de los cuales no existen dudas en nuestra doctrina ni en la comparada, respecto de su imputabilidad, al presumirse, incluso en nuestra norma de valores en el artículo 166 que éste era uno de los sujetos respecto de los que se presume poseen información privilegiada¹⁸⁹. Al respecto, sin embargo, vemos que la nueva ley 21.000 ya ha considerado esta problemática cuando otorga dentro de las atribuciones de la comisión aquella que hace referencia a la potestad de poder evacuar informes que le requieran los fiscales del Ministerio Público que estén dirigiendo investigaciones criminales, siempre que correspondan a materias de su competencia y se refieran a información que esté disponible en sus archivos.¹⁹⁰ Por lo que solo es cuestión de tiempo, el saber si los conflictos relacionados al no uso de la investigación administrativa en sede penal se verán subsanados una vez que la nueva ley entre en vigencia.

¹⁸⁸ La sanción mencionada, es la aplicada a Jacobo Kravets gerente general de la Empresa Schwager

¹⁸⁹ Es importante recordar que el artículo 60 letra e) LMV, hace referencia al artículo 166 LMV

¹⁹⁰ Artículo 5 N°3, ley 21.000

Ahora, respecto de la falta de interés en la persecución del Ministerio Público, y sin perjuicio de lo anteriormente mencionado, vemos que actualmente es posible concluir que este ente no se encuentra del todo abocado a la investigación de estos casos, ya que por una parte, vemos que hay un alto costo asociado a la investigación, que no se recompensaría o justificaría dado que la mayoría de los implicados no terminarían sujetos a penas efectivas, esto ya que gran parte de ellos no cuentan con antecedentes penales previos, lo cual los haría perfectos candidatos para la obtención de salidas alternativas a la pena, como también de poder acceder a procedimientos alternativos a un juicio oral. Como consecuencia de lo anterior, el juez penal tiende a dejar de lado el fin intrínseco que lleva la pena asociada al delito, el cual es el restablecimiento de la norma, con el objeto de volver a reconstruir la confianza de los potenciales inversores en el Mercado de Capitales (Teoría de la prevención general positiva).

A pesar de lo anterior, remontándonos al caso D&S Falabella vemos que el juez en lo penal tampoco debió verse enfrentado mayormente al dilema de la extensión del posible círculo de autores¹⁹¹, al ser gran parte de los involucrados aquellos contenidos en el artículo 60 letra e) al igual como en el caso de Schwager.

Siguiendo con la fallida fusión de D&S Falabella, vemos que una vez que determinamos que el círculo de autores podía ser tan extenso según se pudiera probar la participación de los responsables bajo las reglas generales de imputación, tal como propone Antonio Bascuñán, bastando probar que hubo conocimiento y voluntad de los implicados de realizar transacciones con uso de información privilegiada y conociendo las circunstancias de su utilización, lo cual ayudaría a trazar más claramente los lineamientos de una investigación criminal que gire en torno a la prueba de dichas circunstancias. En el mismo caso, vemos que es posible bajo las presunciones y el respaldo de las mismas pruebas documentales utilizadas en su momento por la SVS haber probado que los implicados en sede administrativa eran también culpables en sede penal. En relación con lo anterior, y del estudio de las características del mercado y de la historia de la ley, se pudo observar la finalidad de que este sea un mercado regulado, dado que en él se juega con la fe pública y la confianza de futuros inversores, por lo que la condena penal estaría completamente

¹⁹¹ Al menos respectos de aquellos que ya habían sido sancionados en sede administrativa, porque en este ámbito sí podría haber discutido la posible atribución de responsabilidad penal de la esposa de don Eugenio Eben Aresti, en donde el juez penal, tendría que haber entrado de lleno al análisis del alcance que contiene nuestra norma y hasta quienes alcanza la responsabilidad penal.

justificada incluso para la esposa de don Eugenio Eben Aresti, quien, aun cuando, tenía un grado de parentesco bastante más alejado que los demás sancionados, transó igualmente en el mercado a sabiendas de que tenía información privilegiada con el objeto de obtener ventajas de la misma, por lo que también transgredió con ello el bien jurídico protegido de la norma, con lo que demostrando que se cumplían con los elementos objetivos y subjetivos del tipo, ella debiese haber tenido al menos un grado de participación en el delito.¹⁹²

Ahora, ya que se ha zanjado el conflicto sobre el círculo de autores, y habiéndose despejado por parte de la doctrina nacional y comparada que es necesario que exista una norma penal dado que la sanción administrativa no ha traído consigo el efecto disuasivo esperado, se deja como tarea pendiente para el legislador, la problemática sobre la determinación del grado de pena que debiese traer aparejada la conducta de los sujetos que abusen de información privilegiada, cuestión a la que no se ha hecho referencia en este trabajo, por escapar al objeto del mismo, pero que se hace fundamental considerar, ya que no se encuentra clara la forma en cómo el juez determina la pena que va desde el presidio menor en su grado mínimo hasta su grado máximo, sin ser una agravante o atenuante la forma de acceso que tuvo “el que” transó haciendo uso de información privilegiada, o cómo las letra e) y g) del artículo 60 LMV pueden tener aparejada la misma pena, y erigirse como dos maneras de llevar a cabo la conducta típica. Lo anterior se respalda por el hecho de que ya se ha dejado claro que no importa el deber de fidelidad que tenía “el que” utilizó información privilegiada, sin embargo, se propone que sí debiese influir este grado de cercanía con la facilidad o dificultad que tuvo el imputado en la obtención de dicha información y considerar además si esa obtención se hizo de manera maliciosa o no. O sea, se propone una forma de variación de la pena, para aquellos que no sean de los sujetos abordados en el artículo 165 y 166 LMV, es decir, aquellos que pueden denominarse bajo la legislación comparada como *outsiders*¹⁹³

Otra tarea pendiente, y de gran relevancia dice relación con la regulación del tipo penal de abuso de información privilegiada, la que deja dudas de si el tratamiento de este tipo debiese estar contemplado en una ley especial, como es la LMV o debiese estar tratado a propósito

¹⁹² Sin embargo, esta partícipe no tuvo siquiera sanción por la SVS, pero se expone como un hecho novedoso al respecto de la discusión de la extensión del posible círculo de autores, donde se hace más oscuro el alcance del término “relación” en el ámbito administrativo, y la posibilidad de que la norma penal alcance a los denominados *outsiders*.

¹⁹³ Entendiéndose que bajo nuestro modelo institucional, el sujeto activo, como se abordó en pasajes anteriores, puede ser cualquier persona que transe en el mercado con información privilegiada.

del Libro II del Código Penal, sobre los delitos especiales, cuestión que es de abierto debate a propósito de las propuestas hacia un nuevo Código Penal.

Por último, y a modo de recapitular, es necesario volver a dirigir la atención a la falta de imputación penal en estos casos, para poder proponer soluciones concretas al legislador en cuanto al sentido y alcance del tipo penal de abuso de información privilegiada. Ya que, si se tiene una postura clara respecto del modelo inspirador de la norma penal, no se tiene límites en la extensión de responsables más que los otorgados por la reglas generales del derecho penal acerca de la imputación. En el caso D&S Falabella, se concluye que existían los antecedentes necesarios para poder condenar a los responsables en sede administrativa, sin embargo, el Ministerio Público nuevamente da lugar a que estas conductas sigan quedando impunes y no marcar ningún referente para las futuras generaciones. Lo anterior no es menor pensando que el mercado especulativo es de vital importancia para la economía y por lo tanto es altamente gravísimo jugar con la fe pública involucrada en él, porque ello puede generar gran desconfianza de parte de los posibles inversionistas nacionales y extranjeros, quienes no querrán correr riesgos al no sentirse respaldados por la norma penal. Ello, dado que se ha visto que la sanción administrativa no ha traído consigo el efecto disuasivo esperado y la doctrina comparada está ampliamente de acuerdo en la aplicación del derecho penal para resguardar la confianza de los intervinientes en el correcto funcionamiento del mercado de capitales.

III. BIBLIOGRAFÍA

Fuentes

1. Código Penal
2. Código Procesal Penal
3. Ley de Mercado de Valores 18.045
4. Ley que crea la Comisión para el Mercado Financiero 21.000
5. Historia de la Ley 18.045 disponible en www.bcn.cl

Bibliografía general

1. CAMPOS GRAZIANI, Rolando, 2006, "Insider Trading o uso indebido de información privilegiada" Santiago, Editorial Metropolitana Ltda.
2. CURY URZÚA, Enrique, 2004, "Derecho Penal parte general", Santiago, Ediciones UC.
3. ETCHEBERRY ORTHUSTEGUY, Alfredo, 1998, Derecho Penal Parte General Tomo I, 3ª. Ed. Rev. y actualizada, Santiago de Chile, Editorial Jurídica de Chile.
4. HERNÁNDEZ BASUALTO H., (2014), Actividad administrativa, Procedimiento sancionatorio-Administrativo y proceso penal: Algunas necesidades de coordinación legal, EN: Sanciones administrativas X Jornadas de Derecho Administrativo Asociación de Derecho Administrativo (ADA), Chile, Legal Publishing.
5. KEMELMAJER DE CARLUCCI, Aída, 1995, "Un caso de fraude en el mercado de valores: el llamado "insider trading" ", Buenos Aires, Runizal – Culzoni Editores.
6. HOYOS BALMACEDA, Gustavo, 2006, Seminario de Derecho Penal Universidad de Salamanca, "Problemas Actuales de Derecho Penal", Salamanca, Ediciones Jurídicas de Santiago.
7. POLITOFF L. Sergio, MATUS Pierre Jean, RAMIREZ María Cecilia, (2003-4), Lecciones de derecho penal chileno, Santiago, Chile, Editorial Jurídica de Chile.

Memoria

1. CONTESSE BLANC, María, 2003, "El delito de uso ilegal de información privilegiada", Tesis para optar al grado de licenciado de ciencias jurídicas y sociales. Pontificia Universidad Católica de Chile.

Revistas

1. BASCUÑAN RODRÍGUEZ, Antonio, “La regulación de la información privilegiada en el Mercado de Valores después de la Ley 20.382”, en: VVAA, “Gobiernos Corporativos. Aspectos esenciales de las Reformas a su regulación”, Universidad Adolfo Ibáñez, Santiago: Editorial AbeledoPerrot, 2011.
2. CRAIG R. Giesze, 1999, El análisis económico de la información privilegiada en el Mercado de Capitales y Valores: ¿Justicia ineficiente?, Revista Chilena de Derecho. Vol. 26 (4) pp.799-838.
3. GARCÍA PALOMINOS, Gonzalo, 2013, “Modelo de protección en normas administrativas y penales que regulan el abuso de Información Privilegiada en la legislación chilena”. *Polít. crim.* Vol. 8 (15) Art. 2).
4. GARCÍA PALOMINOS, Gonzalo, 2015, “La idealización y la administrativización de la punibilidad del uso de Información Privilegiada análisis de los discursos penales en la doctrina chilena”, *Polít. Crim.* Vol. 10, (19) Art. 5).
5. GUIDI MOGGIA, Caterina, 2008, “Transparencia en el uso de la información como método esencial a las normas de conducta del mercado de valores y de buen gobierno corporativo de las sociedades anónimas”. *Revista de Derecho de la Empresa* (13).
6. JAÉN VALLEJO, Manuel, 2009, “Información privilegiada en el Mercado de Capitales y Derecho Penal”. Texto de la conferencia pronunciada en la Facultad de la Universidad de Chile, los días 22 y 23 de enero de 2009 en el marco del Magíster en Derecho Penal de los Negocios de la Empresa.
7. MALDONADO F, Francisco, 2006, “Reflexiones sobre técnicas de tipificación de los llamados Delitos de Peligro en el moderno Derecho Penal”. *Revista de Estudios de la Justicia* (7).
8. PFFEFER, Francisco, 2007, “A propósito de una Sentencia sobre uso de Información Privilegiada”, *Revista Actualidad Jurídica* (15).
9. PFFEFER, Francisco, 2014, “Información Privilegiada. Nuevos Criterios Asentados en últimas sentencias de la Exca. Corte Suprema”. *Derecho Público Iberoamericano*, revista del Centro de Justicia Constitucional, Año 111, (5), pp. 289-297.
10. PERRONE, Andrea, 2009, “Información en el mercado de valores y tutela al inversor”, *Polít. Crim.* Vol 4, (7), Art. 7.

11. PIÑA, Juan Ignacio, 2010 “Algunos problemas del delito de uso de información privilegiada”. Regulaciones en el Mercado de Valores. Análisis de Instituciones y nuevas tendencias, Cuadernos de Extensión de la Universidad de los Andes 19.
12. PRADO PUGA, Arturo, 2003, “Acerca del concepto de información privilegiada en el Mercado de Valores chileno: Su alcance, contenido y límites”. Revista Chilena de Derecho, Vol. 30 (2). Pp.237-269.
13. RIED UNDURRAGA, José Miguel, 2005, “Fundamentos de la prohibición del uso de información privilegiada en Chile: Una visión crítica”, Revista Chilena de Derecho. Vol 31 (3) pp. 439-463.
14. REYES MOLINA, Sebastián, 2012, “Presunción de inocencia y estándar de prueba en el proceso penal: Reflexiones sobre el caso chileno”, Revista de Derecho, (2).
15. MANNE, HENRY G., 2005, “Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the dog that did not Bark”, Journal of Corporation Law, Vol. 31(1).
16. VÁQUEZ PALMA, María, 2010, “Revisión del ámbito de aplicación subjetivo y objetivo de la noción de uso de información privilegiada en Chile: Un examen de la normativa a la luz de las tendencias doctrinales y jurisprudenciales”, Revista de Derecho Universidad Católica del Norte, año 17 (2).
17. WINTER ETCHEBERRY, Jaime, 2015, “Derecho Penal e impunidad empresarial en Chile”, Revista de Ciencias Penales, sexta época, volumen XLII (2).

Consultas electrónicas

1. DELOITTE, “Nueva Ley de Gobiernos Corporativos N° 20.382, Efectos en la práctica profesional. [en línea] <http://oportunidades.deloitte.cl/marketing/GC/nueva_ley_GC_efectos_practica.pdf>[consulta: 27 de noviembre de 2016]
2. SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS. “Comunicado de prensa SVS hace pública sanción por uso de información privilegiada en compra de acciones e incumplimiento de Deber de Reserva”, Disponible en línea en: <http://www.svs.cl/portal/prensa/604/articles-11974_doc_pdf.pdf>[Consulta: 27 de Noviembre de 2016]
3. SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS, “Res. Exenta N° 431”, Santiago 15 de Julio de 2008, p. 8 [En línea] <http://www.svs.cl/documentos/res/res_2008_431.pdf>[Consulta: 27 de Noviembre de 2016]

4. SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS, "Res. Exenta N° 435", Santiago 15 de Julio de 2008, p. 8 [En línea] <http://www.svs.cl/documentos/res/res_2008_435.pdf>[Consulta: 20 de julio de 2014]
5. REYES POBLETE, Miguel, (2008) Medios de prueba en el contencioso administrativo en Chile: Presente, futuro y puntos de tensión. Disponible en línea en: <http://www.temasdederecho.cl/PDF/UDEC2008.pdf>
6. TIEDEMANN K.,- NIETO A., "Eurodelitos. El Derecho Penal económico en la Unión Europea. Disponible en línea en: https://books.google.cl/books?id=AeleZTEfuxlC&pg=PA115&lpg=PA115&dq=insider+secundario&source=bl&ots=S6vAjthqgl&sig=t_ARDuSTm1H-zfWHi15K7wy60JY&hl=es-419&sa=X&ved=0ahUKEwiJ-reYvb3QAhWJQ5AKHUMjD9sQ6AEIGTAA#v=onepage&q=insider%20secundario&f=false

Jurisprudencia

1. CORTE SUPREMA Sentencia de 9 de diciembre de 2013 que falla casación en el fondo, Rol de ingreso No 9.136-2011, rechazándolo y se confirma el monto de la multa impuesta a María Luisa Solari y a don Marcel Zarour. Pronunciado por la Tercera Sala de esta Corte Suprema integrada por los Ministros Sr. Héctor Carreño S., Sra. María Eugenia Sandoval G., el Ministro Suplente Sr. Alfredo Pfeffer R. y los Abogados Integrantes Sr. Guillermo Piedrabuena R. y Sr. Alfredo Prieto B. [En línea] <<http://suprema.poderjudicial.cl/SITSUPPORWEB/InicioAplicacion.do>>[Consulta:27 de noviembre de 2016]
2. 4º TRIBUNAL ORAL EN LO PENAL DE SANTIAGO, Sentencia condenatoria en contra de Jacobo Kravetz Miranda de fecha 19 de octubre de 2010, Rit: 67-2010//Ruc. 0500630079-2.