

ACERCA DEL CONCEPTO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL MERCADO DE VALORES CHILENO: SU ALCANCE, CONTENIDO Y LÍMITES

Arturo Prado Puga
Doctor en Derecho
Profesor de Derecho Comercial
Facultad de Derecho Universidad de Chile

SUMARIO

I. Delimitación del concepto de información privilegiada: ¿Qué es la información privilegiada? II. Evolución del concepto de información privilegiada en el derecho chileno. A) Situación de la información reservada en el derogado artículo 13 de la Ley de Mercado de Valores. B) Concepto de información privilegiada en la reforma de la Ley de Mercado de Valores. III. Elementos que configuran la información privilegiada. A) La información privilegiada debe ser desconocida. B) La información privilegiada debe ser precisa y determinada. C) La información privilegiada debe referirse a emisores de valores o a sus negocios. D) La información privilegiada debe ser idónea. IV. Elementos que conforman los comportamientos de utilización de la información privilegiada desde la fuente donde ella emana: información privilegiada e información carente de privilegio. V. Delimitación en cuanto al objeto de la información privilegiada. VI. Delimitación en cuanto al sujeto pasivo de la obligación: informados primarios y secundarios. VII. Análisis de los sujetos que acceden o utilizan información privilegiada: tratamiento del *insider trading* en los EE.UU. de N.A. A) Marco regulatorio del *insider trading* en los EE.UU. B) Supuestos para que opere la infracción de estas reglas. C) Extensión de los sujetos obligados a guardar reserva. D) Doctrina jurisprudencial. E) Conclusiones del derecho y la jurisprudencia norteamericana. VIII. Delimitación del sujeto pasivo del *insider trading* en los países de la CEE. IX. Delimitación en cuanto al sujeto activo de la obligación de "revelar o abstenerse" de utilizar información privilegiada en Chile. X. Configuración del sujeto activo como categoría que accede a la fuente de la información privilegiada. A) Vertiente conceptual: alcance de las locuciones cargo, posición, actividad o relación. B) Vertiente material: el aprovechamiento de la información. C) Condiciones para que opere la infracción. D) Alcance normativo de la presunción de acceso del artículo 166 de la LMV. XI. La jurisprudencia administrativa y judicial existente sobre la materia en el Derecho Chileno. A) Jurisprudencia administrativa. a) Caso Banco Santiago. b) Caso A.F.P. Protección S.A. c) Caso Elesur S.A. B) La jurisprudencia de los Tribunales existente sobre la materia en el Derecho Chileno. C) Conclusiones sobre la jurisprudencia.

I. DELIMITACIÓN DEL CONCEPTO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA¹: ¿QUÉ ES LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA?

Como resultado de la creciente globalización de los mercados y del incremento de la comercialización de acciones de grandes sociedades, que cotizan internacionalmente sus valores en forma paralela, se ha elaborado una legislación bursátil que busca armonizar las diferencias entre distintos países, dictándose normas sobre conductas prohibidas, que distorsionan

¹ Sobre este tema se ha consultado:

I.- Libros, Memorias y Artículos de Libros:

A) *Chilenos*: Luisa Fernanda Núñez Plaza, *La información privilegiada en el Mercado de Valores*, Memoria de Prueba. U. Adolfo Ibáñez (Valparaíso, 1998); Patricio H. Collao Mansilla, *De la información privilegiada en la Ley de Mercado de Valores*, Memoria de Prueba, U. de Chile (Santiago, 1998); Gonzalo Jiménez Barahona, *El Uso ilegal de la información privilegiada en el Derecho Chileno*, Memoria de Prueba, P. U. Católica (Santiago, 1995); Carlos Alberto Arzola Burgos y Viviana Loreto Abuter Sapaj, *La información privilegiada en el Mercado de*

la libre formación de los precios, así como respecto de limitaciones y prohibiciones al uso de información privilegiada.

El concepto de "información privilegiada"² nace como una consecuencia de la necesidad de mantener los principios que ordenan el buen funcionamiento, integridad y equilibrio de los mercados, como son la transparencia, igualdad³ y confidencialidad⁴ encaminados a tutelar eficientemente al inversionista y a la rentabilidad y liquidez de su inversión.

De acuerdo con la idea de fomentar el funcionamiento del mercado de valores de manera igualitaria, eficiente y competitiva, que busca proteger a los inversionistas en la deliberación de los instrumentos de ese mercado, la información privilegiada surge como un instrumento

Valores, Memoria de Prueba, U. Central (Santiago, 1997); José Joaquín Laso Richards, *Del uso de información privilegiada*, Memoria de Prueba, U. Finis Terrae (Santiago, 1997).

B) *Extranjeros*: Jaime Zurita Saenz de Navarrete, "El régimen español sobre el *insider trading* y la propuesta de la Directiva Comunitaria", en Estudios en Homenaje a José Girón Tena (Madrid, 1991), pág. 1268 y sigs.; Luis Ramón Ruiz Rodríguez, Protección Penal del Mercado de valores, Infidelidades en la Gestión de Patrimonios, (Valencia, 1997); Diego José Gómez Iniesta, La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores (Madrid, 1997); Giuseppe Carriero, *Informazione, mercato, buona fede: il cosiddetto insider trading*, Quaderni de Giurisprudenza Commerciale (Milano, 1992); Gastone Cottino, *Diritto Commerciale*, Vol. Primo, Tomo Secondo. Padova, 1949 pág. 439 a 443; Vincezo Panuccio, *Il Dovere di riservatezza nel mercato finanziario*, "L *insider trading*" (Milano, 1992); Aurora Martínez Flores, "En torno a la responsabilidad frente a los inversores de quien utiliza información privilegiada en los mercados de valores", en Estudios en Homenaje a Aurelio Menéndez (Madrid, 1996), págs. 3355 a 3393; Margarita Prat Rodrigo, El Uso ilegal de la información privilegiada en las ofertas públicas de adquisición de acciones en EE.UU. 1933-1988 (Deusto, Bilbao, 1989); William Cary - Melvin Aron Eisenberg, *Case and Materials on Corporations*, Westbury (New York, 1995), Chapter IX "Insider Trading", págs. 810 a 995; Harry G. Henn - John R. Alexander, *Law of Corporations and other business enterprises* (Third Edition), New York, 1983, págs. 823-824.

II. Artículos de Revistas:

A) *Chilenos*: Enrique Alcalde Rodríguez, "Uso de información privilegiada: algunas consideraciones sobre el sentido y alcance de la prohibición en relación con su sujeto, objeto y sanción.", *Revista Chilena de Derecho*, Vol. 27, N° 1, págs. 11 a 28; Patricio Fuentes Mechasqui, "De la Información Privilegiada", *Apuntes Sin Editar*, págs. 1 a 34.

B) *Extranjeros*: Aurora Martínez Flores, "En torno a la responsabilidad frente a los inversores de quien utiliza información privilegiada en los mercados de valores", *Revista de Derecho Mercantil*, N° 217 (1995), págs. 953 y sigs. y "Sobre los destinatarios de la prohibición de usar información privilegiada", *Revista de Derecho Mercantil*, N° 40 (2001), págs. 495 y sigs.; Juan Sánchez Guillarte y Alberto Tapia Hermida, "El abuso de Información privilegiada (*Insider Trading*) y Operaciones de Iniciados", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, N° 28, 1987, págs. 763 y sig.; Gonzalo Fernández Atela, "*Insider Trading*: evolución, doctrina y regulación en los EE.UU. de América", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, N° 31, Jul.-Sept. 1988, pág. 568 y sig.; Esther Hernández Sainz, "La Prohibición de los Abusos de Información Privilegiada en el Derecho del Mercado de Valores Francés", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, N° 71, 1998, pág. 748 y sig.; Klaus.J. Hopt, "Norme etiche e norme giuridiche nel diritto dell' economia. uno studio sull' autodisciplina tedesca degli insiders", *Rivista della Società*, Año 1974, págs. 1048 y sigs.; Javier García de Enterría "Sobre la eficiencia del mercado de capitales. Una aproximación al "Securities Law de los Estados Unidos", *Revista de Derecho Mercantil*, N° 193-194 (1989), págs. 663 y sig.; David M. Brodsky - Daniel J. Kramer, "A critique of the misappropriation theory of insider trading", *Cardozo Law Review*, Vol. 20:41, en <http://www.cardozo.yu.edu/cardlrev/v20n1/brodskykramer.pdf>; Bruce T. Carton - D. Peter Valiotis, *United States v. Falcone*: "Boundless Expansion" of the Misappropriation Theory" *Wall Street Lawyer Article*, Vol 5, N° 6, Nov. 2001, en <http://www.piperrudnick.com/db30/cgi-bin/pubs/USVFalcone.pdf>

² Con toda razón se ha hecho notar que el adjetivo "privilegiada" no guarda armonía con el sustantivo "información", ya que este último designa cosas y no personas; en tanto que "privilegiada" corresponde a un adjetivo referido a la persona que goza de un privilegio, consistente en el conocimiento de una información no divulgada.

Privilegiada, por lo tanto, no es ni puede ser la información sino la persona que tiene acceso a ella.

³ "El bien jurídico protegido por las normas sobre información privilegiada es la mayor igualdad posible en que debe encontrarse los que negocian en el mercado de valores, de tal manera que exista el máximo de equilibrio en la disponibilidad de información y el más justo uso que de ella se haga, Dictámenes del Mercado de Valores 1981-1999, Superintendencia de Valores y Seguros, Informe Interno de la Fiscalía de Valores, de 14 de octubre de 1997, *Revista de Valores* N° 121, septiembre 1998, pág. 58. Sobre esto véase, además, Gómez Iniesta, ob. cit. págs., 475 a 478.

⁴ Gómez Iniesta, ob. cit. pág. 44, destaca este principio desde aquel modelo ideal al que aspira el mercado de valores en que la información fiable y completa es el eje fundamental para disponer de una correcta colocación de los recursos de un mercado haciendo operativo el denominado *efficient market structure* y que, en síntesis, postula que los precios son un reflejo de la información disponible, solo si existe transparencia, es decir, si el público tiene acceso rápido y directo a toda la información relevante para sus decisiones sobre inversión.

preventivo⁵, diseñado para evitar cualquier manipulación que pueda alterar la consecución de estos principios y preservar la neutralidad informativa.

Doctrinariamente se la define "como aquella información que presentando caracteres de relevancia y concreción, no ha sido aún divulgada al mercado, de manera que su conocimiento pertenece a un reducido número de individuos, que al acceder a ella, sea por sus funciones o relaciones dentro del mercado de valores, se sitúan en un nivel privilegiado al conocer hechos o antecedentes de importancia por su impacto en el evento que sean divulgados"⁶ o también como "toda información sobre la empresa o el mercado de sus títulos, de naturaleza tal que influya en el valor, que sea precisa por su contenido, cierta en cuanto a su realización y todavía desconocida para el público"⁷.

Lógicamente, la precisión y exactitud de este concepto viene dada por una casuística variable que, como veremos, nos ayudará a determinar este concepto, posibilitando su delimitación.

Es necesario, eso sí, distinguir y diferenciar este concepto de aquel referido a la información reservada, con el que suelen confundirse cuando se utilizan o equiparan como términos similares.

Al hablar de información reservada o confidencial, carácter que conforme a lo establecido en el artículo 10 de la Ley de Mercado de Valores, se le atribuye a ciertos hechos o antecedentes de una sociedad, relativos a negociaciones aún pendientes, como, por ejemplo, la fusión con otra compañía, pues se alude a una información que está destinada a ser publicada, pero cuya accesibilidad se mira como inconveniente para los intereses de la sociedad, por lo que es aconsejable la espera (*waiting period*), en tanto que la calificación de privilegiada, se refiere a una información que está destinada a ser divulgada y difundida⁸, pero su utilización aprovecha exclusivamente a una persona determinada.

Como se advierte, las notas caracterizadoras de la información privilegiada es la injusticia inherente que lleva consigo su utilización, la que queda expresada en la máxima acuñada por la jurisprudencia norteamericana y extendida a la mayor parte de las legislaciones, de "revelar la información o abstenerse de negociar los valores a que ella se refiera"⁹ y que sanciona a quien viola la norma que prohíbe su utilización o aprovechamiento.

Por todo lo expuesto, la doctrina encuadra el concepto de *insider trading* (traducido al castellano como "iniciado"), como la utilización por parte de una persona individual¹⁰ de información privilegiada, o bien, la "práctica de tratar, comprar y vender títulos valores por alguien que posee información confidencial o no pública sobre estos, y que al hacerse pública determinará un alza o baja en los precios de los títulos valores tratados, de manera tal que el poseedor de dicha información, al vender y/o comprar, ha evadido una pérdida o bien ha obtenido un beneficio personal, no necesariamente económico, mediante la utilización de información no pública"¹¹.

II. EVOLUCIÓN DEL CONCEPTO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL DERECHO CHILENO

A pesar de la desbordante internacionalización de la normativa sobre *insider trading* desde mediados del siglo XX, en nuestro ordenamiento el concepto de información privilegiada es de reciente data.

⁵ Por cierto, existen otros sistemas preventivos de protección como la fórmula denominada "muralla china" (*chinese walls*) que consiste en separar los compartimientos desde donde fluye la información al interior de una sociedad aun cuando se ha criticado su poca eficacia. Vid. Ruiz Rodríguez, ob. cit. págs. 173 y 179.

⁶ Núñez Plaza, ob. cit. pág. 9.

⁷ *Ibidem*, ob. cit. pág. 36; Gómez Iniesta, ob. cit. pág. 119 y sig. y págs. 465 a 466.

⁸ Gómez Iniesta, ob. cit. pág. 130: "La información privilegiada es una información generalmente destinada a la publicación (publicidad), a través de un diferir en el tiempo la difusión de la noticia".

⁹ Como veremos, esta regla de Revelar o Abstenerse (*Disclose or Abstain Rule*) se desarrolló por la S.E.C a propósito del caso *Cady, Roberts & Co v/s SEC* (1961) y posteriormente por la Corte Suprema en *S.E.F. v/s T.G.S* (1967-1968).

¹⁰ Gómez Iniesta, ob. cit. págs. 202 y sigs. y 470. Se sostiene que también podrían ser las personas jurídicas, en situaciones de autocartera, cuando, por ejemplo, una sociedad adquiere acciones propias antes de que sea hecha pública una información influyente sobre el precio de los valores.

¹¹ Fernández Atela, ob. cit. pág. 563.

El anterior precepto legal consideraba el concepto de *información reservada* en el artículo 13 de la Ley N° 18.045 sobre Mercados de Valores, de 1981 (en adelante, indistintamente denominada la LMV) perfeccionándose posteriormente en cuanto a su significado y alcance como *información privilegiada*, en las Leyes N° 19.301 y 19.398 de 19 de marzo de 1994 y 4 de agosto de 1995, respectivamente.

Ambos cuerpos legales vinieron a modificar la ley N° 18.045, introduciéndose con el primero un nuevo título XXI, incorporado bajo el nombre "*De la información privilegiada*", el que, ajeno al proyecto de ley original, vino a recoger y a regular dicha institución, en cuanto a definir sus distintos aspectos, como por ejemplo, lo que debe entenderse por información privilegiada, los sujetos destinatarios obligados a respetarla, los comportamientos prohibidos, etcétera, todo lo cual se inicia con una moción concebida por el Senado, en la que se observa, como veremos, "la influencia ejercida por la legislación estadounidense, no solo a nivel nacional, sino a nivel de realidades legislativas latinoamericanas, cuya tendencia en este ámbito ha sido seguir su modelo legislativo"¹².

A partir de estas consideraciones, veamos cuál era la situación anterior a la introducción del concepto de información privilegiada en nuestro ordenamiento.

A) *Situación de la información reservada en el derogado artículo 13 de la Ley de Mercado de Valores:*

Con anterioridad a la reforma legislativa del año 1994, el artículo 13 de la Ley de Mercado de Valores (N° 18.045 de 1981) disponía que "*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 aún no haya sido divulgada oficialmente al mercado por la compañía en cumplimiento de lo dispuesto en la presente ley y que sea capaz de influir en la cotización de los valores de la misma, 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.

Elas 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".

Se observa que la norma citada adolecía de graves lagunas ya que no reglamentaba la información privilegiada, sino una institución afín a ella, como era el de la información reservada.

Se observa lo mal delineada de la técnica legislativa con que se resolvía el tema de la utilización abusiva, la que solo podía tener lugar dentro de un ámbito societario ("*información de la sociedad*") teniendo como único objeto la compra y venta de *los valores emitidos por esta*.

Al mismo tiempo, el artículo 10 inciso tercero de la LMV, en relación con el artículo 43 de la Ley de Sociedades Anónimas, facultaba a los directores o administradores de la entidad para acordar no divulgarla oficialmente al mercado, quedando al arbitrio de estos el no publicarla, esto es, atribuir o no a ciertos hechos el carácter de *información reservada*, estando obligados a guardar reserva bajo pena de responder de los perjuicios causados (artículo 41 y 43 de la Ley. de S.A.).

¹² Núñez Plaza, ob. cit. pág. 169.

Esto abría la posibilidad para que los terceros intervinientes –no directores de la sociedad– que accedían a dicha información no divulgada oficialmente se sintieran estimulados a explotarla y obtener ventajas en su beneficio.

No obstante, la falta de concreción formal de la institución de la información privilegiada, hizo que en la práctica se buscara encuadrar este concepto tanto en el inciso primero del artículo 13, como en el inciso tercero del artículo 10 de la LMV, comprendidos implícitamente en esta categoría. En el primer caso, se trataba de una información *esencial* destinada a ser *divulgada*, pero a la que, con la aprobación de las tres cuartas partes de los directores en ejercicio, se le atribuye la cualidad de *reservada*, por su contenido relativo a ciertos hechos, claves, o negocios en perspectiva, cuya divulgación no resulta conveniente difundir. El contexto del segundo de estos artículos es claramente comprensivo de los rasgos definitorios de la información privilegiada, asimilado en su aplicación práctica, de un modo implícito, como hemos sostenido, a la información reservada¹³.

La mayor contundencia de este criterio se aprecia en un dictamen de la Superintendencia de Valores y Seguros (S.V.S., Oficio Circular N° 2506, de fecha 10 de julio de 1987), en el que expresaba en su parte pertinente “*Por información reservada se entiende aquella que aún no ha sido divulgada oficialmente al mercado por la compañía y que es capaz de influir en la cotización de los valores de la misma. Explicado de otro modo, agrega, es aquella información no divulgada en forma pública que a un inversionista le sería conveniente conocer para la adopción de sus decisiones de comprar o vender un determinado valor*”.

Más adelante agregaba: “*Cabe señalar que la persona que compra o vende valores de oferta pública utilizando información reservada, se encuentra en un posición de privilegio en relación con el resto del mercado, toda vez que esa persona al operar de dicho modo, está haciendo uso de una información, que dada su calidad, debe ser estimada como información privilegiada. Por ello, y de conformidad al sentido precedentemente referido, la información reservada es también, en relación al sujeto que la utiliza, información privilegiada. En consecuencia ambos términos pueden ser aplicables a la misma situación*”¹⁴.

Aunque la analogía que recoge este dictamen respecto de la información reservada con la adjetivación de información privilegiada es criticable en un sentido estricto, ya que no toda información privilegiada es necesariamente reservada, no cabe duda que la presión por tipificar estas conductas dentro del *insider trading* bajo el imperio de esta norma, alcanza incluso a la jurisprudencia de la época, en aras de la consecución del objetivo de “asegurar un mercado, competitivo, ordenado y transparente”.

Así las cosas, en el caso resuelto con fecha 11 de junio de 1991, Resolución Exenta N° 082, la S.V.S.¹⁵ aplicó sanciones pecuniarias al Director de Chilgener S.A., Francisco Silva Silva, por infracción a lo dispuesto en el inciso segundo del artículo 13, basándose en la compraventa que este Director había efectuado, de 47.000 acciones de Chilgener S.A., utilizando información calificada de reservada consistente en que en la misma época en que se produce la transacción, se suscribió un contrato de compraventa de energía eléctrica con la sociedad Distribuidora Chilectra Metropolitana S.A., declarado hecho esencial por la propia sociedad, en sesión de directorio a la que no había asistido el Director Sr. Silva.

Dichas sanciones fueron reclamadas ante el 16° Juzgado Civil de Santiago, en la causa rol 1416-91, sentencia que decreta aplicar la sanción, afirmando que Silva estaba en posesión de información reservada, declarada esencial, desestimando el argumento de encontrarse ausente, ya que “la comunicación en la actualidad es instantánea” (Considerando 5°) y desechando el reclamo con razonamientos que claramente apuntan a los principios que conforman la información privilegiada:

¹³ *Ibidem*, ob. cit. pág. 172, que destaca que la base de la discusión se situaba en la ausencia de la figura omnicompreensiva de la información privilegiada, lo que a mi juicio es un error, ya que tanto el órgano fiscalizador como la jurisprudencia de los tribunales asimilan esta categoría al de información reservada.

¹⁴ Superintendente Sr. Fernando Alvarado E., Centro de Documentación S.V.S., año 1987.

¹⁵ Véase la transcripción de las principales piezas del reclamo, en Revista Valores, N° 101, septiembre 1993, págs. 16 a 39, y en Arzola Burgos - Abuter Sapaj, ob. cit. págs. 130 a 162.

(Considerando 5º) “Que tres son los presupuestos de la norma del artículo 13 de la Ley 18.045 infringido, a saber:

- a) La existencia de información o negocio de la sociedad no divulgado oficialmente al mercado de la compañía.
- b) Que esta información sea capaz de influir en la cotización de los valores de la compañía,¹⁶ y
- c) Que la prohibición de los directores de valerse de esta información para obtener ventajas por la compra o venta de dichos valores”.

Es interesante consignar que en relación con el alcance atribuido a la expresión información reservada, empleada en el artículo 13 de la época, la S.V.S. sostuvo que “esta expresión no se restringe a la del artículo 10 inciso tercero, sino que abarca también la considerada por el inciso primero del artículo 13, esto es, la que siendo esencial no ha sido oficialmente divulgada al mercado”.

En resumen, como se ha dicho, el intento por justificar la asimilación de estas conductas a través de una interpretación amplia del artículo trece, acomodando la denominada información privilegiada al ámbito de la información reservada o “no divulgada oficialmente por la compañía”, trajo aparejados, sin embargo, innumerables inconvenientes que determinaron, finalmente, la derogación del artículo y la incorporación del concepto de información privilegiada diferente a la información reservada contenida en los artículos citados, con la agregación a través de la Ley N° 19.301, de 19 de marzo de 1994, del título XXI incluido dentro de la Ley 18.045, claramente inspirado en la legislación norteamericana.

B) Concepto de información privilegiada en la reforma de la Ley de Mercado de Valores

Como hemos dicho, antes de la reforma legislativa, el derogado artículo 13 se limitaba a recoger el concepto de información reservada, situando la información privilegiada como una especie dentro de este género, imponiendo el deber de reserva respecto de la “información de la sociedad y de sus negocios”, cuando esta “no haya sido divulgada oficialmente al mercado por la compañía...”.

La reforma de la ley¹⁷ tuvo como trasfondo dar un paso decisivo en la reglamentación de la información privilegiada, agregando un nuevo título dedicado íntegramente a ella.

La nueva legislación, que toma como ejemplo, con muy pocas divergencias, el modelo norteamericano, persigue como objetivo la igualdad y transparencia en el mercado de valores¹⁸, sancionando a quien manipula o atenta contra su correcto funcionamiento.

El fin último de esta modificación legal quedó plasmado en las palabras del Superintendente de Valores y Seguros¹⁹, al expresar ante la Comisión de Hacienda del Senado los objetivos principales de la reforma.

¹⁶ Para los efectos de acreditar la concurrencia del presupuesto acerca de la aptitud del antecedente para afectar el precio de la acción, el fallo se extiende en el impacto de la firma del contrato de suministro de energía a Chilectra Metropolitana S.A., que se refleja en el alza de precio de las acciones de Chilgener, conforme a la tabla que se adjunta.

¹⁷ Antes de la indicación sustitutiva del artículo trece, existía una moción de los Diputados García, Matthei, Orpiz y Rodríguez que modificaba el artículo trece a partir del inciso segundo.

La idea de agregar un título XXI nuevo compuesto por los artículos 164 a 168, ambos inclusive, y derogar el artículo trece fue obra del Senado, propuesta de los Senadores, Feliú, Gazmuri, Lavandero, Piñera y Zaldívar. La modificación introducida a la LMV por la Ley N° 19.389

Véase Congreso Nacional, Informes de la Comisión de Hacienda, recaído en el proyecto de ley sobre modernización del mercado de valores, octubre 1993-enero 1994. Patricio H. Collao Mansilla, ob. cit. págs. 14 y sigs.

¹⁸ Así lo hace notar el entonces Presidente de la República don Patricio Aylwin A. en el Mensaje Presidencial dirigido a la Cámara de Diputados con motivo de la reforma a la ley de Mercado de Capitales, de 26 de enero de 1993. Véase, Instituto Libertad y Desarrollo, Temas Públicos N° 180, 27 de enero de 1994.

¹⁹ Acta Sesión del Senado N° 18, de 14 de diciembre de 1993, Comisión de Hacienda, en la que el Superintendente señaló que objetivo de la reforma era: 1.- Precisar lo que se entiende por información privilegiada; 2.- Evitar la discriminación del distinto grado de información en que participan los distintos actores del mercado; 3.- Impedir el uso indebido de la misma; 4.- Propender a una mayor transparencia del mercado de valores, y 5.- Aplicar drásticas sanciones por el uso indebido de la misma.

De esta manera, con visión de conjunto, el Título XXI agregado a la LMV, formula un concepto de información privilegiada, describe el objeto o las operaciones a que ella se refiere, delimita los sujetos obligados al deber de reserva o abstención, establece las responsabilidades ante quienes se sientan perjudicados con la infracción y, finalmente, establece sanciones a que se sujetan los que llevan a cabo conductas típicas del *insider*.

La nueva ley vino a abordar múltiples problemas, relacionados con la regulación del mercado de capitales y en especial la regulación de los conflictos de intereses suscitados bajo el régimen anterior, ofreciendo una mayor seguridad al inversionista y una mayor equidad y transparencia al mercado²⁰.

De acuerdo al concepto de información privilegiada, contenido en el artículo 164 de la Ley de Mercado de Valores N° 18.045 de 1981, esta se define como “*cualquier información referida a uno o varios emisores de valores, a sus negocios o a uno o varios valores por ella 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*”.

Agrega la disposición que “*también se entenderá por información privilegiada la que se tiene de las operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores*”²¹.

III. ELEMENTOS QUE CONFIGURAN LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

Como se podrá advertir, existen ciertos elementos que identifican los rasgos principales que conforman la información privilegiada como categoría jurídica.

Estos son los siguientes:

A) *La información privilegiada debe ser desconocida:*

En primer lugar, y a diferencia de otras informaciones, lo que caracteriza la información privilegiada es la circunstancia de ser desconocida e inaccesible para el público en general²², “*no divulgada al mercado*” en los términos que emplea la ley, lo que supone partir de la base de que siempre existen personas que tienen acceso a la fuente de la información por su relación directa con el ente que la emite (directores, gerentes, auditores,) y que, por lo tanto, la posesión de la información representa un privilegio.

²⁰ La problemática de los conflictos de interés abordada por la antigua ley buscaba salvaguardar los casos en que una persona se encontraba frente a la disyuntiva de privilegiar los intereses de una entidad en desmedro de otra, en cuya administración también participaba, bien en el caso que participasen simultáneamente como directores de sociedades anónimas abiertas en dos o más a la vez, en los casos de intermediarios de valores, o cuando los sujetos intervinientes participaban en administradoras de fondos de terceros (de ahorro masivo), fundamentalmente a Administradoras de Fondos de Pensiones, Fondos de Inversión y Fondos Mutuos.

La nueva ley introdujo un Título XXI, que vino a reglamentar la responsabilidad de las sociedades que administran fondos de terceros, configurando el deber de responder hasta de la culpa leve por los perjuicios causados al fondo (artículo 161 de la LMV), estableciendo que las adquisiciones y enajenaciones de activos efectuados por cuenta de este no pueden perjudicar sus intereses.

²¹ El artículo 23° de la Ley 19.882, de 22 de junio de 2003, establece a propósito de los fondos de retiro para el pago de bonificaciones de los funcionarios públicos de carrera, sanciona con penas de presidio menor en su grado medio a presidio mayor en su grado mínimo, a los directores, gerentes, apoderados, liquidadores, operadores de mesa de dinero y trabajadores de la entidad administradora de estos fondos, que en razón de su cargo y posición se valgan de información privilegiada de aquella que trata el T. XXI de la Ley 18.045.

²² Cabe señalar que la Directiva 89/592 de la Comunidad Europea sienta como criterio determinante el que *la información no se haya hecho pública*, que busca precisar la fórmula más genérica de la no disponibilidad de la información y facilitar la prueba de este hecho, señalando que bajo el concepto de información no disponible, utilizado en el ámbito anglosajón, se puede confundir con informaciones confidenciales (un secreto que interesa a la empresa, un invento o un descubrimiento), lo que no se corresponde al concepto de información privilegiada. Vid. Ruiz Rodríguez, ob. cit. págs. 145.

El hecho de que la información no se encuentre disponible (*generally available*) para el inversionista, en general, significa que la información no haya sido divulgada en el pasado ni mucho menos absorbida o evaluada por el mercado, producto de estimaciones elaboradas a partir de datos públicos, ya que, como veremos, no son idóneos para sorprender, influir o modificar susceptiblemente la cotización de los valores.

En síntesis, para que una información pueda ser calificada de privilegiada y constituya el objeto de la prohibición de transar, se requiere que se trate de una información ignorada por la generalidad de los inversionistas, de suerte que aquel que la explota, está en situación de obtener un provecho a través de la compra y venta de valores provocando un alza o caída en los mismos²³.

B) *La información privilegiada debe ser precisa y determinada*

Con el objeto evitar ambigüedades entre simples rumores no verificables o noticias sujetas a interpretaciones, se exige que la información en cuestión sea seria, precisa y no difusa²⁴.

Por lo consiguiente, debe ser determinada, en los términos que emplea el legislador, “referida a uno o varios emisores de valores, a sus negocios o a uno o varios valores por ella emitidos”, aun cuando en la práctica la mayoría de los ordenamientos (Directiva Comunitaria 89/592, artículo 81 de la LMV de España) ejemplifican los comportamientos *insider* desde una perspectiva amplia, cobijados bajo la expresión “cualquier información” o “toda información”, con las dificultades prácticas que trae consigo para los operadores del mercado el empleo de descripciones o modelos de conducta generales²⁵.

Por último, debe ser real y concreta²⁶ en cuanto sus efectos permiten al inversionista formarse un juicio sobre la inversión proveniente del ente emisor, o como se señala en el derecho comparado, “toda información de carácter concreto” (artículo 81 inciso. 3° de la LMV española) o también de “carácter preciso” (Directiva Comunitaria 89 / 592).

Por esta razón, no reviste el carácter de información privilegiada la información generada entre contrapartes negociales como parte de una estrategia comercial, la que incluso puede contener datos no divulgados o todavía no diseminados, propios del contexto especulativo y progresivo en que se desarrollan estas tratativas, pero que no permiten elevar a la jerarquía de *información privilegiada*, por la sola voluntad unilateral de la parte que la genera dentro de ese ámbito.

Lo contrario es incompatible con un mercado abierto, e implicaría paralizar arbitrariamente, sin más, al receptor a quien va dirigida dicha información, inmovilizándolo por el solo hecho de que su contraparte negocial le comunique total o parcialmente su eventual estrategia.

De lo anterior se desprende, asimismo, que por razones de seguridad jurídica hay que descartar y negar relieve, como información privilegiada, a las llamadas suposiciones, que arrancan de la interpretación de los hechos o probables intenciones por parte de los operadores, aun cuando dispongan de una cierta solidez, e incluso determinen la toma de decisión de invertir, pero que en caso alguno revisten el carácter de información de tipo *insider*²⁷.

²³ Como afirma Gómez Iniesta, ob. cit. pág. 130: “Y es que el disfrute exclusivo por parte de un sujeto-iniciado de una información privilegiada, comporta el valor económico de la misma directamente proporcional a la amplitud de la divulgación, en el sentido de a mayor difusión más valor económico pierde la información”.

²⁴ En la legislación italiana (Ley N° 157 relativa al uso de información reservada en las operaciones con valores mobiliarios) se indica en el artículo 3° que la información debe ser “específica de contenido determinado.”

²⁵ Lo cual es particularmente relevante en el ámbito de la imposición de sanciones penales en las que impera el principio de tipicidad y la prohibición constitucional de una interpretación *extensiva*.

²⁶ Aunque existe un amplio número de países que han evitado hacer referencia específica a este elemento, dejando a los tribunales interpretar estos hechos con mayor o menor extensión. Vid. Ruiz Rodríguez, ob. cit. pág. 147, nota 69.

²⁷ Gómez Iniesta, ob. cit. pág. 120; Ruiz Rodríguez, ob. cit. págs. 148-149.

Cabe destacar que en Alemania las *Insiderhandels-Richtlinien* o IHR abordan esta materia por exclusión al no considerar estas circunstancias como dignas de reproche o prohibirlas de forma expresa aquellos hechos o circunstancias que constituyen simples valoraciones “*very soft*”, aunque las mismas puedan tener efecto o influencia importante, en definitiva, sobre la cotización del precio de la acción.

C) *La información privilegiada debe referirse a emisores de valores o a sus negocios*

Se exige, además, que esta información esté referida concretamente "a uno o varios emisores de valores, a sus negocios o a uno o varios valores por ella emitidos".

Se trata de emisores de títulos o valores de oferta pública (acciones u obligaciones) o información de índole diversa acerca de sus negocios, que representan bienes en el mercado de capitales, provenientes del interior de la sociedad emisora.

Lógicamente, tal emisor no puede ser otro que aquel donde el *insider* se encuentra en relación fiduciaria, o de subordinación.

Siguiendo una distinción clásica en la doctrina²⁸, la información que tiene el carácter de privilegiada y donde abundan los *insider trading*, susceptibles, por lo tanto, de utilización abusiva, es la concerniente a hechos desarrollados en el interior de la empresa, y relativos a situaciones de administración patrimonial (dividendos, pasivos, utilidades, estrategias de negocios, balances, pérdidas importantes, opas de acciones) o a las perspectivas de desarrollo de negocios futuros (contratos importantes, inventos y descubrimientos, lanzamiento de un nuevo producto, apertura de nuevos mercados, etcétera), para separarla de lo que son las informaciones de mercado o *market informations*, externas a la sociedad, que no tiene el carácter de privilegiada o relevante para el *insider trading*, no obstante que pueden ser idóneas para ejercer efectos en su situación patrimonial o en la cotización de sus valores.

Al mismo tiempo, debe ser considerada como una categoría o especie del género información privilegiada, en tanto ella no haya sido publicada en la forma prescrita por la ley: "la información reservada a que se refiere el artículo 10 de esta ley", esto es, hechos o situaciones que revisten el carácter de esenciales y a los que se les da expresamente el carácter de reservados, al referirse a negociaciones pendientes, cuyo conocimiento puede perjudicar el interés social.

De la misma forma, el inciso final del artículo 164 de la LMV establece que "también se entenderá por información privilegiada la que se tiene de las operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores".

Lo anterior recalca que el legislador pretende encuadrar dentro del concepto de información privilegiada, de la misma forma y no como una categoría diversa, las informaciones que emergen de los inversionistas institucionales (bancos, A.F.P., administradoras de fondos autorizadas por la ley, compañías de seguros, etcétera), siempre y cuando cumplan con los requisitos esenciales previstos en el inciso primero del citado artículo.

Se trata de información que no proviene del mercado, sino que se dirige al mismo, cuyo conocimiento puede provocar desequilibrios, influyendo en la marcha de los valores.

Sin embargo, no cualquier transacción realizada por inversionistas institucionales tiene dicho carácter. Para que "las operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores" tengan el carácter de información privilegiada, es necesario que ella sea consistente y verosímil en los términos que emplea la norma²⁹.

D) *La información privilegiada debe ser idónea:*

Por último, se exige que ella sea idónea para modificar o alterar el precio o cotización de la acción, o el curso del título de una manera apreciable, o como indica el texto del artículo "cuyo conocimiento, por su naturaleza sea capaz de influir en la cotización de los valores

²⁸ Gómez Iniesta, ob. cit. pág. 125.

²⁹ Cabe hacer notar que en la discusión del proyecto de Ley N° 19.389 el H. Senador Piñera criticó la falta de claridad del texto propuesto al no dejar claramente establecido en su tenor que la información referida en este inciso segundo del actual artículo 164, para atribuirle el carácter de información privilegiada debía cumplir con los requisitos previstos en el inciso primero, expresando la necesidad de modificar la norma en orden a dar claridad a su alcance, con el objeto de evitar que el concepto del inciso segundo adquiriera una "extensión no querida por el legislador". Vid Diario de Sesiones del Senado, Sesión 18ª, de 14 de diciembre de 1993 (Anexo de Documentos), págs. 2943 y sigs.

emitidos”, determinando así un alza o una baja en la misma (*price sensitive information*) de acuerdo a la importancia que de forma anticipada³⁰ le asignaría un “hombre razonable” enfrentado a esa situación o con los antecedentes que maneja aquel “hombre juicioso” conforme al paradigma de conducta que emplea el inciso segundo del artículo 9º de la LMV, al referirse a lo que debe ser considerado como “información esencial”, antecedentes todos que de ser conocidos por el común de los demás inversionistas, influirían o afectarían sus decisiones de inversión, ya que se trata de hechos que afectan la cotización de dichas acciones³¹.

IV. ELEMENTOS QUE CONFORMAN LOS COMPORTAMIENTOS DE UTILIZACIÓN DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA DESDE LA FUENTE DONDE ELLA EMANA: INFORMACIÓN PRIVILEGIADA E INFORMACIÓN CARENTE DE PRIVILEGIO.

En esta etapa podemos distinguir entre la etapa de acopio informativo y la etapa de utilización propiamente tal, por parte del usuario, de información privilegiada, distinguiendo una subfase de utilización de la información, entre uso abusivo o desleal y uso no abusivo.

En la primera fase se accede a la fuente de información promediando una relación funcional con la entidad que la genera, normalmente asentada sobre una base de una actividad de gestión estable, o de confianza, tales como el gerente, director o ejecutivo, y en la segunda fase la explotación de dicha información por la vía de la ejecución directa de operaciones, de parte de quien ha tenido acceso a ella, o bien, por quien accede a la información copiada a través del traspaso o transmisión con posterioridad a un tercero que hace uso de ella.

Partiendo de la base que la información privilegiada se puede utilizar de manera ilegítima, la doctrina distingue entre un uso reflexivo, que se produce de parte de quien, accediendo por sus funciones a la fuente de la información, se vale de la información empleándola en una operación determinada, y el uso transitivo, que sucede cuando ha existido traspaso informativo a un tercero —comunicando, recomendando—³², y este la utiliza instrumentalmente, comprando o vendiendo valores. Si la información se deriva y vuelve a traspasar, a estos terceros se le denomina informados remotos.

En segundo lugar, y para mejor encuadrar el tipo, debemos excluir el supuesto de utilización legítima, esto es, el uso no abusivo de la información que no tiene el carácter de privilegiada, y que se refiere a aquella información que se encuentra ya disponible en el mercado por causas independientes de la voluntad del usuario, por ejemplo, la falta de recursos hídricos en una empresa de suministro eléctrico, o bien producto de las condiciones y capacidades de cada operador, merced a un legítimo esfuerzo de diligencia logrando “un mejor conocimiento de la situación de determinado emisor...”³³, lo que es justificable también en el caso de aquellos que detentan posiciones de privilegio en la prosecución de un objetivo³⁴ comercial legítimo como puede ser la mayor competencia y eficacia en la asignación de recursos.

³⁰ *Ibidem* ob. cit. pág. 129 “...la valoración de la probabilidad de la información para influenciar en el precio de los títulos debe realizarse desde una perspectiva *ex ante* que contemple el hecho objetivamente...”.

³¹ Ruiz Rodríguez, ob. cit. págs. 262-267; Gómez Iniesta, ob. cit. pág. 126.

³² Ruiz Rodríguez, ob. cit. pág. 216 y nota 63.

³³ Núñez Plaza, ob. cit. pág. 56; para Ruiz Rodríguez, ob. cit. pág. 283, aludiendo a la normativa de la Directiva de la Comunidad Europea, señala que “No es uso de información privilegiada la realización de aquellas operaciones consistentes en el tráfico mobiliario normal en que el adquirente o cedente del valor mobiliario negociable ya estaba decidido a realizar la operación. El fundamento es claro: no puede prohibirse una conducta en cuyo verdadero proceso de formación no ha influido la obtención de datos que finalmente se ha producido”.

Como dice el juez Burger de la Corte Suprema de los EE.UU. en su opinión disidente el caso *Chiarella* (infra nota 42), “as a general rule, neither party to an arm’s-length business transaction has an obligation to disclose information to the other unless the parties stand in some confidential or fiduciary relation. This rule permits a businessman to capitalize on his experience and skill in securing and evaluating relevant information; it provides incentive for hard work, careful analysis, and astute forecasting”.

³⁴ Giuseppe Carriero, ob. cit. pág. 86: “La distinzione tra insider trading vero e proprio e attività lecite dovrebbe allora risiedere nella caratterizzazione e nella portata applicativa dell’elemento oggettivo.”

Lo mismo ocurre cuando se trata de meras especulaciones o incluso manipulación en las cotizaciones, fenómeno normal, típico y propio de una bolsa de valores.

El uso de esta información no puede sorprender a nadie, ya que se supone que ha sido divulgada por la fuente y absorbida por el mercado, aunque con distintos grados de ponderación de parte de los operadores, desde el momento en que es hecha pública por un acto voluntario o involuntario.

El resultado que identifica estas conductas es el aprovechamiento de ciertos datos o circunstancias que recaen sobre negocios o valores negociables del emisor, y que a diferencia de las conductas tipificadas como de *insider trading*, recaen sobre informaciones que ya son públicas, cuya fuente se encuentra disponible y que no revisten, por lo tanto, el carácter de información privilegiada, autorizando el desarrollo de conductas normales dentro de una lógica especulativa con riesgo aceptable y con ánimo de obtener beneficios económicos respetando las reglas propias del mercado³⁵.

V. DELIMITACIÓN EN CUANTO AL OBJETO DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

Desde el punto de vista del contenido de la información privilegiada, a la hora de definir el carácter de esta, es necesario relacionarla con su objeto.

Por lo tanto, la calificación de privilegiada de la información debe estar vinculada necesariamente con la situación de una persona capaz de obtener una ventaja mediante la adquisición o venta de títulos utilizando información ignorada por el público, capaz de influir en el precio de estos valores negociables.

Recordemos que con anterioridad a la reforma legislativa de 1994, el objeto de la prohibición recaía exclusivamente respecto de operaciones de compra y venta de valores, lo que ahora se amplió.

Nuestro ordenamiento bursátil (artículo 164 de la LMV) establece la noción de información privilegiada, refiriéndola concretamente a dicho objeto y a las operaciones que realizan uno o varios emisores de valores, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos, que no han sido divulgados al mercado y cuyo conocimiento, por su naturaleza, sea capaz de influir en la cotización de los valores emitidos.

Como vemos, se trata de un elemento cuyo alcance se encuentra establecido con arreglo al concepto legal ya analizado.

VI. DELIMITACIÓN EN CUANTO AL SUJETO PASIVO DE LA OBLIGACIÓN: INFORMADOS PRIMARIOS Y SECUNDARIOS.

Por regla general, el establecimiento de una relación directa o funcional o bien de tipo indirecto entre el usuario de la información privilegiada o *insider* con la fuente de la misma, pasa a ser el elemento de fondo que nos permitirá determinar cuándo existe infracción a la obligación de abstenerse de utilizar información privilegiada y cuándo el comportamiento del sujeto debe ser calificado de *insider trading*.

En el Derecho Comparado es posible ver dos tipos de modelos legislativos, que aparentemente se contraponen, pero que en términos prácticos exigen conectar la posesión de información privilegiada con la profesión, trabajo o función.

Entre los primeros encontramos el modelo suizo (artículo 161 del Código Penal) que acoge un categoría delimitada y precisa de sujetos en los que la utilización de información privilegiada parece unida a abusos de función, posición u oficio como iniciados societarios.

Un segundo tipo de legislación se caracteriza porque la categoría de sujetos se amplifica por el uso de la expresión "cualquiera" que se encuentre en posesión de información (artículo

³⁵ Gómez Iniesta, ob. cit. pág. 49.

164 de la LMV de Chile, artículo 81 de la LMV de España), definiendo el círculo de sujetos “iniciados” con carácter genérico o extensivo. En este último supuesto, la amplitud de la previsión normativa obliga a establecer límites, en cuanto a su extensión, y a exigir una relación entre la función desempeñada y la modalidad de aprehensión de la información, empleando, entre otras, la expresión que utiliza la LMV de España “*cualquiera que por razón de su trabajo...*”.

Aparte de los *insiders*, considerados como sujetos “iniciados primarios” o internos, se encuentran los denominados *outsiders*, a los que también se les conoce como informados secundarios o remotos.

La jurisprudencia, especialmente la norteamericana, ha intentado en algunos casos ampliar a estos terceros receptores o recipiendarios de información el deber de abstención o revelación.

A partir de esta consideración, tanto en el derecho norteamericano como en el francés, se ha planteado agrupar las formas de actuación de los denominados *tippee*, referidos al amigo al que se le da ocasionalmente un soplo (*tip*) para reportarle algún beneficio, o a aquel tercero a quien se le recomienda o aconseja, ya no con fines lucrativos sino por mera liberalidad, que compre o venda valores (en el argot del mercado, “*tuyuatage*”)³⁶, lo que resulta, en la medida que en estén conscientes, que la revelación de dicha información comporta una infracción a una conducta sancionada.

Como es lógico, ninguna de las anteriores categorías consideran tipos residuales o marginales de acceso a información privilegiada, como ocurre en los casos en que la información es adquirida de forma meramente casual o accidental, y no como resultado de una búsqueda deliberada en la fuente de donde emana –por ejemplo, un taxista o un empleado doméstico, legos en temas financieros que escuchan una conversación–, conductas todas que exigirían una interpretación muy extensiva acerca de los sujetos obligados, para poder quedar incorporadas dentro de estas previsiones³⁷.

VII. ANÁLISIS DE LOS SUJETOS QUE ACCEDEN O UTILIZAN INFORMACIÓN PRIVILEGIADA: TRATAMIENTO DEL *INSIDER TRADING* EN LOS EE.UU.

Para la comprensión de nuestro ordenamiento vigente³⁸, cobra interés el estudio de la figura del *insider trading* en los EE.UU. como sujeto activo de la infracción.

Ha sido el derecho norteamericano el que, principalmente por la magnitud de sus plazas financieras, se ha encargado de conferir una disciplina, tanto normativa como jurisprudencial, al concepto de *insider trading*, describiendo y ejemplificando los comportamientos que constituyen las formas de actuación de estos sujetos.

La reseña de los casos que analizaremos revela un mercado componente “subjetivo”, que sanciona a quien deliberadamente infringe un deber de fidelidad incompatible con el *fair play*³⁹, a través de criterios que se han ido desarrollando conjuntamente con el desarrollo de los mercados de valores. Desde un primitivo sistema de autorregulación, en que predomina básicamente el *trust* anglosajón que coloca al iniciado como fiduciario de información no pública frente al accionista, hasta la actual ley federal de valores (Securities Exchange Act de

³⁶ *Ibíd.*, ob. cit. pág. 159.

³⁷ *Ibíd.*, ob. cit. pág. 49 lo ilustra con el siguiente ejemplo: “El consejero de administración de una sociedad que está preparando una OPA en el curso de una conversación en la que su chofer le comunica que tiene unos pequeños ahorros y que no sabe qué hacer con ellos, le recomienda que vaya al departamento de valores de su banco y dé orden de comprar acciones de la sociedad, lo cual muy probablemente hará. Cosa muy distinta es si en el curso de esa misma conversación el consejero se limita a comunicarle que la sociedad a la que pertenece está preparando una OPA sin hacerle ningún tipo de recomendación, en cuyo caso el chofer no sabrá si es conveniente invertir, si habrá de hacerlo en la sociedad oferente u ofertada, etcétera.”

³⁸ Para Núñez Plaza, ob. cit. pág. 121, los textos legislativos norteamericanos son la fuente de nuestro ordenamiento “Es en él donde habremos de ir en búsqueda de las fuentes de nuestra ley de Mercado de Valores...”.

³⁹ Giuseppe Carriero, ob. cit. pág. 13, grafica este elemento como una “partita di poker in cui un giocatore, vedendo le carte del suo avversario, sfrutta queste informazione per batterlo e guadagnare denaro”.

1934), normativa cuya interpretación ha ido creciendo y consolidándose en la medida en que se ha ido ajustando a nuevas y diversas situaciones de abuso.

Del mismo modo, cabe señalar que en la actualidad en los países de la comunidad europea⁴⁰ es posible reconocer una corriente que también arranca de la fórmula reglamentada por el derecho federal norteamericano.

Dentro de la normativa reguladora del mercado de capitales de los EE.UU., podemos señalar que los elementos que configuran el marco regulatorio del *insider* o “iniciado”, se aglutinan en torno a la regla de oro que predomina en ese país, orientada a mantener la integridad y transparencia de dicho mercado, en cuanto a no “*revelar la información o abstenerse de transar*”.

Por una parte, destacan en esta muestra las reglas contenidas en las normas sobre valores⁴¹, y por la otra, la obra desplegada por la jurisprudencia de los tribunales norteamericanos, a la que le ha correspondido un papel depurador clave en la extensión y alcance de esta normativa, de las conductas atributivas de responsabilidad que atentan en contra de esta noción y, finalmente, de las condiciones exigidas para su aplicación.

A) Marco regulatorio del *insider trading* en los EE.UU.

La figura del *insider trading* –referido al que usa ilegítimamente una información– constituye una *práctica fraudulenta*⁴², considerada como una infracción a un deber de fidelidad, de abstención de no divulgar ni negociar. Su fundamento se identifica con la injusticia que supone el uso de una determinada información a la cual se ha accedido sin divulgarla a la contraparte.

Regularmente, es la ruptura del deber de confidencialidad, en último término de buena fe, que nace vinculado a una relación fiduciaria preexistente, el fundamento de dicha infracción.

Es dentro del contexto interno de gestión societaria (*corporate insiders*) en donde principalmente se desarrolla dicha obligación (*fiduciary duty*), la que paulatinamente se va a extender hacia individuos que están conectados a través de funciones como agentes en el mercado de capitales, que infringen ese deber de lealtad pero no ya directamente con los accionistas, sino que se intenta ampliar en función de una mayor transparencia, a los denominados *outsiders*, tales como abogados, contadores y otros asesores.

La normativa⁴³ que condensa estos principios es la regla dictada por la Securities and Exchange Commission conocida como 10b-5, de mayo de 1942, la que se implementa como herramienta reglamentaria para proteger a los inversionistas, en virtud de la normativa que se remonta a 1934, principalmente las Secciones 10 (b) y 16, que contiene la Securities and Exchange Act o Ley de Intercambio de Valores (en adelante, S.E.A.), como órgano autónomo encargado de desarrollar e interpretar las leyes bursátiles. La Regla 10b-5 de la S.E.A. se refiere al empleo de medios de manipulación o de engaño, disponiendo que:

“*Será ilegal que cualquier persona, directa o indirectamente, por cualquier medio o instrumento del comercio entre los estados, o del correo o por cualquier medio de alguna bolsa nacional de valores:*

⁴⁰ Klaus. J. Ilopt, “Norme etiche e norme giuridiche nel diritto dell economia uno studio sull autodisciplina tedesca degli insiders, Rivista della Società, año 1974, págs. 1048 y sigs.

⁴¹ Después del crack de Wall Street de 1929, se dictaron cuatro estatutos federales siendo el más significativo el contenido en la Sección 10(b) implementado por la regla 10b-5 de la Securities and Exchange Act de 1934. Existen otras a las que cabe hacer especial mención: la “Public Utility Holding Company Act” de 1935; la “Trust Indenture Act” de 1939; la “Investment Company Act” y la “Investment Advisers Act”, ambas de 1940, y la “Insider Trading Sanctions Act” de 25 de julio de 1984 y la Insider Trading Proscription. Vid William Cary - Melvin Aron Eisenberg, Case and Materials on Corporations, Westbury, New York, 1995, Chapter IX “Insider Trading”, págs. 810 a 995; Harry G. Henn - John R. Alexander, Law of Corporations and other business enterprises (Third Edition), (New York, 1983), págs. 823-824.

⁴² Núñez Plaza. ob. cit. pág. 59

⁴³ *Ibidem*. ob. cit. págs. 118 y sig. y Giuseppe Carrero, ob. cit. págs. 47 y sig.

Antes que se implementaran estos estatutos operaba en favor del vendedor una acción por fraude, cuya difícil prueba le restaba eficacia.

- 1) *Emplee cualquier medio, proyecto o artificio para defraudar,*
- 2) *Formule una afirmación falsa sobre un hecho relevante u omita citar un hecho material necesario en orden a hacer las afirmaciones hechas, a la luz de las circunstancias en las cuales estas se efectúan, no equívoca, o*
- 3) *Se comprometa en cualquier acto, práctica o transacción comercial que opere o podría operar como un fraude o engaño sobre cualquier persona relacionada con la compra o venta de cualquier título valor”.*

Como dijimos, la regla anotada reconoce como fuente la Sección 10b de la Ley de Intercambio de Valores (Securities Exchange Act), de 1934, que asienta la “Regulación del Uso de Medios Engañosos o de Manipulación”, dispone que:

“Es ilegal que cualquier persona, directa o indirectamente, por cualquier medio o instrumento del comercio entre los estados, a través del correo o por cualquier medio de una bolsa nacional...

b) Utilice o emplee, en relación con la compra o venta de cualquier título valor, registrado o no en bolsa, cualquier medio de manipulación o engaño o conspire en contra de las reglas que la Comisión prescriba como necesarias y apropiadas al interés público y para la protección de los inversionistas”⁴⁴.

B) *Supuestos para que opere la infracción de estas reglas:*

Siguiendo esta dirección, el largo rodaje de la jurisprudencia de los tribunales norteamericanos (*case law*) para imputar responsabilidad por la infracción a las normas contenidas en la sección y regla citadas, exige que concurren ciertos elementos que se repiten en otras legislaciones⁴⁵, entre los que cabe destacar:

- a. La relevancia, o cómo afecta materialmente la información (*materiality* en la expresión de la S.E.A de 1934), esto es, que sea idónea o influyente para que en el evento que fuera divulgada, pueda afectar la cotización de la acción. Con relación a esta noción, la jurisprudencia norteamericana –a diferencia de la normativa europea– delimita este aspecto a través del paradigma del comportamiento del *inversionista razonable*, medido en función de cómo, probablemente, habría influido el conocimiento de esta información en la compra o en la venta a un determinado precio (*price sensitive information*)⁴⁶.
- b. La intencionalidad (*scienter*), que conforme a la regla 10b-5, es la conciencia del carácter relevante y de la consiguiente manipulación incorrecta o engaño imputable⁴⁷.
- c. La relación de causalidad (*reliance*)⁴⁸ es un elemento de conexión propio de la acción indemnizatoria de la regla 10b-5, que requiere acreditar, por parte del demandante, el haber adoptado su decisión de vender o comprar, confiado en las afirmaciones u omisiones de su contraparte, usuario de información privilegiada, en términos tales que de no existir dichas declaraciones no habría invertido o lo habría hecho de modo diverso. En

⁴⁴ Cabe hacer notar que la diferencia entre esta normativa y aquella que le sirve de embrión de la S.E.C. es la amplitud de la provisión que regula no solo el fraude en la oferta de venta sino en las actividades de *insider* ejecutadas en la compra o venta de cualquier valor.

⁴⁵ Vid la sistematización de estos elementos en Núñez Plaza, ob. cit. págs. 124 a 136 y sig.; Ruiz Rodríguez, ob. cit. págs. 143 a 154.

⁴⁶ Harry G. Henn - John R. Alexander, ob. cit. pág. 868. al referirse a este elemento como “*reliance*”: “All that is necessary is that the facts withheld be material in the sense that a reasonable investor might have considered them important in the making of this definition” (Affiliated Ute Citizens v/s United States, 406 U.S.128,153-54 (1972)).

⁴⁷ *Ibídem* ob. cit. págs. 929 a 933 “Ernst & Ernst v/s Hochfelder, 425 U.S.185.96, 1976, bajo la Regla 10b-5 la Corte lo definió como “intent to deceive, manipulate or defraud on the defendants part” o “a mental state embracing intent to deceive, manipulate or defraud...”.

⁴⁸ *Ibídem* ob. cit. pág. 868 “...to require the plaintiff to prove that he relied on the defendant’s wrongful statement or omission”.

definitiva, demostrar el nexo causal que existe entre el beneficio obtenido y la utilización de la información.

- d. Por último, y como veremos en el caso Cady, Roberts & Co., está la infracción a los deberes de lealtad (*relationship*), o de buena fe, lo que completa el ámbito de las infracciones de la Sección 10(b) de la Securities Exchange Act y, por lo consiguiente, la regla 10b-5.

Este deber de lealtad nace con respecto a la fuente de donde la información emana, por lo que, en ese contexto, la relación entre el emisor y el usuario o *insider* debe ser directa, por ejemplo, un gerente o un ejecutivo que conociendo una ampliación del capital social o una nueva emisión de acciones u otros hechos de igual entidad, abusa del comprador o vendedor de la acción.

Como se advierte, este deber no concurre en el caso que la explotación de la información se dé por vía indirecta, como sucede con los *outsiders*, ajenos a esa vinculación central, pero que podrían hacer un uso derivado de la información.

C) Extensión de los sujetos obligados a guardar reserva:

Al referirnos a los sujetos pasivos, necesariamente debemos abordar el límite de las personas que se encuentran obligadas a cumplir como usuarios de información y a quienes afecta la obligación de “revelar o abstenerse” (*disclose or refrain*), de ejecutar operaciones de valores.

En esta dirección, el tema se debate entre un ámbito subjetivo que atiende exclusivamente a la fuente misma de la obligación, envuelta en un contexto fiduciario, y otro objetivo, que pareciera prescindir de dicha relación y atender únicamente al dato de su utilización.

Es claro que en los Estados Unidos, país de cuyas reglas es tributaria nuestra actual legislación sobre esta materia, la orientación se encamina claramente por la existencia imputada a través de una relación fiduciaria u orgánica.

Sin embargo, atendido a que la tan conocida Regla 10b-5 alude a cualquier persona, sin delimitar con nitidez hasta dónde alcanza el límite elástico de sujetos que explotan este tipo de informaciones, la doctrina⁴⁹ ha criticado la vaguedad y poca claridad de los conceptos a que se aluden en la citada norma.

Lo anterior se pone de relieve en las hipótesis de infracción indirecta de la norma, particularmente cuando la información deriva hacia una categoría heterogénea de sujetos, como son los *outsiders*⁵⁰, que pueden comenzar desde un pariente de algún *insider*, hasta todos aquellos a quienes se traspase o comunique sucesivamente la información.

Por consiguiente, no es sino a partir de la depuración jurisprudencial de esta normativa, que se han podido perfilar con mayor nitidez los contornos de la actividad de los *insider* y los requisitos para que opere la sanción.

D) Doctrina jurisprudencial:

A partir de la elaboración de la leyes de mercado de 1934, y las Secciones 10 y 16⁵¹ y su reglamentación, con la creación de la SEC y la dictación en 1942, de la Regla 10b-5, la aplicación de la norma represiva del *insider* “fundada en el principio de revelar o abstenerse (*disclose or abstain o equal access o full disclosure*), ha recorrido una larga evolución jurisprudencial.

⁴⁹ Ruiz Rodríguez, ob. cit. pág. 142 y nota 46. Especialmente, véase: David M. Brodsky - Daniel J. Kramer, “A critique of the misappropriation theory of insider trading”, *Cardozo Law Review*, Vol. 20:41, págs. 41 a 81, en <http://www.cardozo.yu.edu/cardlrev/v20n1/brodskykramer.pdf>

⁵⁰ Núñez Plaza, ob. cit. pág. 139. Anteriormente, insiste en esta imprecisión en ob. cit. pág. 65.

⁵¹ La Sección 16 de la normativa de la S.E.C., de 1934, define a los iniciados de forma taxativa y reduce su aplicación a aquellos sujetos que ocupan altos cargos, directores, gerentes, los consejeros y directivos que acceden a virtud de la función que desempeñan y accionistas mayoritarios titulares de un porcentaje no inferior al 10%, considerado que tal participación le permite influir en la dirección de la gestión social.

Las decisiones emanadas de los tribunales estadounidenses giran desde la infracción cometida en forma directa por parte del alto cargo, director o ejecutivo de un deber fiduciario (*fiduciary duty*), y de lealtad para con los accionistas, pasando por aquella verificada en forma indirecta, cuando la información concreta y no pública es comunicada a un tercero o *tippee* que la viola.

En una etapa más reciente, hacia finales de la década del 70, fruto de la explosión de fusiones y adquisiciones de empresas⁵², los fallos vienen marcados por el intento de aumentar el ámbito de la regla 10b-5, extendiéndose hacia el hecho objetivo, menos restrictivo, que intenta prescindir de esta relación fiduciaria entre el usuario y la fuente respectiva, para atender únicamente a la existencia del uso indebido de información con fines de lucro, considerando que su utilización constituye una apropiación indebida desde la fuente de donde ella misma emerge. (*misappropriation theory*)⁵³.

Los criterios más relevantes son la teoría del fraude y la elástica tesis de la apropiación indebida.

Ambos se manifiestan como criterios complementarios⁵⁴ a pesar las críticas que recibe esta última.

La primera tiene como objeto sancionar la ruptura por parte del *insider* de su deber de lealtad hacia los accionistas, en tanto que la segunda persigue reprimir el uso de información privilegiada por parte de un *outsider*, que quebranta su deber de lealtad pero no ya respecto de su contraparte con quien opera sino respecto a la fuente de información.

Finalmente, el 25 de julio de 1984, se dicta la *Insider Trading Sanctions Act* (ITSA)⁵⁵, normativa que, sin aumentar los comportamientos típicos merecedores de sanción, intensifica, no obstante, las penas pecuniarias.

Acaso los casos más renombrados⁵⁶ podemos identificarlos a través de las decisiones que pasamos a colacionar:

1.- Caso "Cady, Roberts & Co"⁵⁷, por el cual la SEC aplicando la teoría del fraude, elabora la doctrina del *unfairness use*, o la regla "revelar o abstenerse", frente a la injusticia que produce la explotación de información privilegiada concerniente al descubrimiento de un combustible desarrollado por la compañía Curtiss-Wright, sancionando por infracción a la Sección 10(b) y 10b-5 a un agente de bolsa (*broker*) (Cady, Roberts & Co.) que vende acciones de dicha compañía utilizando información privilegiada, la que acuerda repartir un dividendo reducido, información que le había sido proporcionada antes de su divulgación por un director social de una empresa (*corporate insider*), que accede a ella en razón de dicha posición de confianza, y que a su vez era socio de la firma de *brokerage*.

Los Tribunales argumentan que la obligación de revelar (*disclose or abstain duty*) que surge de este caso, cubre tanto a las transacciones realizadas en la Bolsa como fuera de ella y sancionan tanto al director que comunica la información (uso transitivo), como al agente (*outsider*) que la emplea con abuso, obteniendo ventaja en la venta de las acciones que habían disminuido de valor (uso reflexivo).

⁵² David M. Brodsky - Daniel J. Kramer, ob. cit. p. 42

⁵³ *Ibidem*: "The "misappropriation theory" holds that a person commits fraud "in connection with" a securities transaction, and thereby violates § 10(b) and Rule 10b-5, when he misappropriates confidential information for securities trading purposes, in breach of a duty owed to the source of the information. Under this theory, a fiduciary's undisclosed, self-serving use of a principal's information to purchase or sell securities, in breach of a duty of loyalty and confidentiality, defrauds the principal of the exclusive use of that information".

⁵⁴ <http://www.law.unlv.edu/faculty/rlawless/mergers/ohagan.htm> al 2/7/03

⁵⁵ Giuseppe Carriero, ob. cit. págs. 74 a 76.

⁵⁶ Véase sobre esto: Núñez Plaza, ob. cit. págs. 139 a 159; Giuseppe Carriero, ob. cit. págs. 41 a 76; Gómez Iniesta, ob. cit. págs. 63 a 68. Para una exposición ampliada de los casos, Margarita Prat Rodrigo, *El Uso ilegal de la información privilegiada en las ofertas públicas de adquisición de acciones en EE.UU., 1933-1988* (Deusto, Bilbao, 1989).

⁵⁷ Harry G. Henn - John R. Alexander, ob. cit. pág. 821.

Reconoce la existencia, además, de una relación de fidelidad (*trust and confidence*) entre el ejecutivo que obtiene la información y los accionistas de una compañía.

2.- Caso "SEC *v/s* Texas Gulph Sulphur Co."⁵⁸, que refuerza el criterio anterior, y amplía el número de sujetos sancionados por infracción a la Sección 10(b) y 10b-5, utilizando el criterio más elástico de la *relationship*, por medio del cual cualquiera que accediera a información relevante, se sitúa frente a los demás inversionistas en una posición superior, lo que le hace adquirir una relación de lealtad con la compañía. En este supuesto, la SEC acusa de explotación de información privilegiada a los ejecutivos de una empresa minera (TGS), que efectúa excavaciones, descubriendo un gran yacimiento. A pesar de ello, y conscientes de los rumores acerca del descubrimiento, el vicepresidente de la compañía hace pública en el *New York Times* una declaración sustancialmente falsa, que tiene como efecto (*materiality*) la baja de las acciones de la compañía, lo que es aprovechado por los ejecutivos de la compañía para adquirir acciones sin divulgar la información que se tenía (uso reflexivo), comportamiento que se hace extensivo a un geólogo que aconseja (uso transitivo) a su madre y amigos (*tippee*) la adquisición de valores, sin dar a conocer a la contraparte la información de la que se encontraban en posesión y que era desconocida por la otra.

3.- Caso Shapiro *w/s* Meril Lynch Fenner & Smith⁵⁹, en el que se incorporan como terceros responsables a los receptores de información, no existiendo el vínculo de *relationship* que veíamos en caso anterior, más que con la información⁶⁰ En este caso, la Corte acoge una demanda indemnizatoria colectiva de unos inversionistas (*class action*), sancionando en forma drástica y aplicando la regla de "revelar o abstenerse" a los informados (*tippee*) por el solo hecho de acceder por vía indirecta a información privilegiada.

En la especie, la corredora Merrill Lynch y sus ejecutivos habían recibido información del gerente de la compañía Douglas Aircraft, que bajarían las utilidades del año, información que fue comunicada a ciertos inversionistas institucionales, clientes de la corredora (informados o *trading tippees*), los que procedieron a vender sus acciones en la bolsa, sin revelar este hecho a los compradores, que posteriormente los acusaron de fraude y de haber ocultado información relevante, que de haberla conocido, se habrían abstenido de adquirir las acciones que después bajaron.

En síntesis, el fallo acoge la demanda y sujeta al informado al mismo deber de divulgar o abstenerse que un *insider*.

La responsabilidad derivada y que se asienta en esta decisión, ha recibido fundadas críticas⁶¹, ya que, en primer lugar, nada aporta a la necesidad de limitar la amplitud de la regla 10b-5, haciendo extensiva la responsabilidad a los informados remotos y en segundo lugar provoca un efecto inhibitorio y desincentivador de la actividad, ya que impone esta regla solo porque una persona recibe información privilegiada de un *insider*. Se sanciona, por lo tanto, al informante que no ejecuta operación alguna y al informado que sí la ejecuta, por el efecto del uso transitivo de esta comunicación que se hace por los terceros receptores.

4.- Caso Chiarella *v/s* United States⁶². Este fallo presenta enorme interés, ya que delimita la extensión de los sujetos obligados por la regla "revelar o abstenerse" (*disclose or refrain*) que en este caso se pretende aplicar, no ya a un tercero o *tippee*, sino que ahora se pretende encaminar hacia un extraño que accede a la información, no en razón de una posición o función en una empresa, sino en virtud de un encargo laboral que le permite obtenerla.

⁵⁸ *Ibidem*, ob. cit. págs. 837 a 838.

⁵⁹ *Ibidem*, ob. cit. pág. 887 nota 12.

⁶⁰ David M. Brodsky - Daniel J. Kramer, ob. cit. p. 50: "We consider that one who obtains possession of material, nonpublic corporate information, which he has reason to know emanates from a corporate source, and which by itself places him in a position superior to other investors, thereby acquires a *relationship with respect to that information* within the purview and restraints of the antifraud provisions".

⁶¹ Núñez Plaza, ob. cit. pág. 146.

⁶² Harry G. Henn - John R. Alexander, ob. cit. págs. 884 a 896.

Vincent Chiarella era trabajador de la imprenta Pandick Press, en 1975, a la que se le habían encomendado unos trabajos relacionados con la adquisición de unas empresas, a las que se les iba a anunciar una toma de control de ciertas compañías (*target*). En los folletos relacionados con la OPA, los nombres de las empresas venían en blanco. A través de una ardua labor de decodificación, Chiarella logró identificar cuáles eran estas empresas y adquirió inmediatamente acciones que después vende, obteniendo una ganancia que mantuvo en silencio. Descubierto por la SEC, fue condenado tanto en primera instancia como en la Corte Federal, por violación a la Sección 10b, prescindiendo de la existencia de un deber fiduciario o de lealtad. No obstante, la Corte Suprema revocó el fallo que lo declaraba culpable, al estimar que el trabajador era un completo extraño a dicha conducta, puesto que al transar valores, no estaba obligado con los accionistas por los deberes de fidelidad (*trust*) que solo eran exigibles a quienes ocuparan los cargos del directorio u otros cargos, relacionados con la gestión de la sociedad, incluso los informados del caso precedente, y sobre la base de que el jurado no se había pronunciado acerca de si dicha conducta, proveniente de una relación específica, se podía ampliar a esta persona⁶³.

Respecto del argumento de la apropiación indebida (*misappropriation theory*) de la información enunciada a modo *obiter dictum*, por primera vez el voto de minoría⁶⁴ de la Suprema Corte sostuvo que la condena no puede ser confirmada en base a una teoría que no fue presentada al jurado.

Como vemos, el fallo limita la aparente amplitud de la regla de “revelar la información o abstenerse”, la que se restringe y solo se aplica a quien se encuentra obligado por una relación fiduciaria y un deber de lealtad preexistente⁶⁵.

5.- Caso *Dirks v/s SEC*⁶⁶. El presente caso aborda la extensión de la regla 10b-5, a una persona completamente extraña a la compañía de donde emana la información, pretendiendo aplicar la teoría de “Participación después de los hechos” (*participants after the facts*) atribuyéndole la misma responsabilidad que un *insider* (*the Cady, Roberts duty*), derivada esta vez hacia un *outsider*, ajeno a toda relación fiduciaria o deber de lealtad.

En 1973, Raymond Dirks trabajaba como analista de una corredora de Nueva York, especializada en asesoría financiera para inversionistas institucionales de compañías de seguros. Dirks recibió una llamada de un ex empleado, Secrist, de la firma Equity Funding, informando la existencia de prácticas corporativas fraudulentas destinadas a sobrevaluar los estados financieros de la compañía. Decidido a investigar el fraude, sin que él mismo o la corredora para la que trabajaba tuviera o transara valores de esta compañía, Dirks logró confirmar el fraude a través de los propios empleados, lo que puso en conocimiento de inversionistas que seleccionó, e informó a ciertos clientes, algunos de los cuales liquidaron inmediatamente sus valores.

⁶³ “Petitioner’s use of that information was not a fraud under &10(b) unless he was subject to an affirmative duty to disclose it before trading”.

⁶⁴ “In sum, the evidence shows beyond all doubt that Chiarella, working literally in the shadows of the warning signs in the printshop, misappropriated-stole to put it bluntly-valuable non public information entrusted to him in the utmost confidence”.

Lo más notable dice relación con el origen de esta teoría que surge como una necesidad de regular el flujo de información. Así, David M. Brodsky - Daniel J. Kramer, ob. cit. p. 46.: “Thus, the primary instrument for redressing wrongful insider trading was not born out of a struggle of competing philosophies concerning the proper regulation of the flow of information in thesecurities marketplace. Rather, Rule 10b-5 sprung from the SEC’s general sense of unfairness arising out of a specific instance concerning a corporate officer’s fraudulent misrepresentation to the corporation’s shareholders. The struggle of philosophies would not occur in the legislative or rulemaking process, but in the courts, as they struggled with the question of the proper mix of fiduciary duty, fraud, and fairness in defining a violation of section 10(b) and Rule 10b-5”.

⁶⁵ En 1984, la Corte del Segundo Circuito confirmó este criterio en un fallo con un escenario fáctico similar al de Chiarella en “*Sec v/s Anthony Materia*”, “Rather, relying on Chief Justice Burger’s dissent in *Chiarella*, and on a fragment of a sentence from the legislative history of the 1934 Act, the court concluded that section 10(b) constituted an “openended statutory scheme, capable of ongoing adaptation and refinement”. David M. Brodsky - Daniel J. Kramer, ob. cit. págs. 62-63

⁶⁶ Harry G. Henn - John R. Alexander, ob. cit. págs. 896 a 909.

Iniciada una investigación por la SEC, dicha agencia regulatoria le atribuyó responsabilidad como informado *quasi insider* o *tippee*, respecto de información confidencial, proveniente de un *insider*, la que debió haber sido divulgada o abstenerse de transar, obligación que conjuntamente con la información recibida del informante, a juicio de esta entidad, se deriva o hereda o disemina hacia todos aquellos que la tengan o la reciban como informados, o tengan posesión material de la misma.

Pese a que en primera instancia Dirks fue hallado culpable, al haber comunicado este fraude a inversionistas que posteriormente vendieron sus acciones, la Corte revierte el fallo y concluye que Dirks no era un “participante después de los hechos” y que no que existía deber fiduciario (*fiduciary duty*), y añade que de haber sido aceptada esta teoría, implicaría conferir a la regla 10b-5 un carácter absoluto, forzando a que todos los participantes del mercado debían contar con la misma información, afirmando que las diferencias no eran producto de circunstancias ilegítimas, sino a las personales capacidades de las partes. Las normas antifraudes requieren una adecuada limitación a su amplitud, para poder ser implementadas dentro de un mercado que supone como pilar, asegurar un adecuado grado de competitividad.

Considera la Corte que no hubo intencionalidad (*scierter*) en la divulgación de parte de lo informado, toda vez que, incluso, intentó tomar contacto con un editor del Wall Street Journal con el solo propósito de publicar el fraude.

En fallo dividido, tres votos disidentes de minoría intentaron revertir el fallo de la Corte Federal en base a la teoría de “participación después de los hechos”. Afirmó que el informante-*insider* *Secrist* infringió su deber respecto de los accionistas de Equity Funding, prescindiendo del motivo –incluso laudable– que pudo tener para hacerlo, lo mismo que Dirks, el informado o *tippee*, al divulgar selectivamente la información a algunos de los inversionistas, permitieron que estos obtuvieran ventajas personales, causando pérdidas a los accionistas que transaron con sus clientes. Como se advierte, tanto en este fallo como el de *Chiarella* se reafirma el concepto del fraude por sobre el de la mera posesión de la información.

6.- Caso *United States, v/s Carpenter*⁶⁷. A través de esta fallo se elabora y aplica la doctrina de la apropiación indebida (*missapropiation theory*), para extender la responsabilidad penal de sujetos obligados por la información privilegiada, la que, como hemos visto, se había intentado aplicar sin éxito, en las opiniones de los votos disidentes que resuelven el asunto “*Chiarella*”.

El caso afectó a un reportero del diario *Wall Street Journal* (Foster Winans), el que escribía una influyente columna

“*Heard on the Street*” sobre valores. A través de otro reportero del periódico (Carpenter), se contactó con dos empleados (Brandt y Felis) de la firma corredora o *brokerage* Kidder Peabody. Dentro de la normativa interna del periódico y de la compañía matriz Dow Jones & Co., existía un severo manual sobre conductas *insider*, y una advertencia a los empleados de que toda la información obtenida durante el curso del trabajo eran del diario, y debía ser tratada en forma confidencial. El fraude consistió en haberse concertado para que los dos empleados de la firma corredora accedieran a información sobre acciones, antes de que ella saliera publicada en la columna, avance que permitió a estos empleados de la corredora vender o adquirir valores por anticipado.

El sistema operaba por medio de una cuenta corriente, abierta a nombre de Carpenter, Felis, Clark y Winnans y otros, que después fue descubierta por la firma corredora y en la que se detectó la correlación entre los movimientos de la cuenta y la columna del diario.

Tanto la Corte del Distrito como la Corte de Apelaciones del Segundo Circuito, en 1986, condenaron a los acusados por fraude, y confirmaron el uso indebido de la información, la que, sin embargo, no es suministrada por un emisor de valores, sino por el periodista de un

⁶⁷ *Ibidem*, ob. cit. págs. 910 a 919.

diario, sosteniendo que este había roto su deber de confidencialidad, basado en la relación laboral, apropiándose de información confidencial antes de ser publicada⁶⁸.

El voto de minoría del juez Miner, sostuvo que esta teoría no podía ser interpretada en forma tan extensa como se pretendía, agregando que hasta entonces (1986) dicha teoría se aplicaba solo a casos que amparaban fraudes con información relativa a acciones, a través de especiales relaciones con la fuente de la información, en este caso el emisor, lo que en la especie no sucede.

Como indica este juez, sostener que la publicación programada de la columna en el *Wall Street Journal* era información confidencial, de la cual se apropiaban los acusados, es extender el alcance de estas reglas más allá de todo límite razonable⁶⁹.

7.- Caso *United States v/s O'Hagan*⁷⁰. Tiene interés este fallo por cuanto representa el triunfo en la Corte Suprema de la *misappropriation theory*.

Anteriormente, en 1995, la Corte del Cuarto Circuito en el caso *United States v/s Bryan*⁷¹ había rechazado la tesis conforme a la cual la responsabilidad impuesta por la regla 10b-5 se podía fundamentar en un deber fiduciario con la fuente de la información (*fiduciary duty owed to the source of information*), sin que guardara directa relación con el deber de lealtad hacia los accionistas cuyas acciones se transan.

En aquella oportunidad, para negar lugar a su aplicación, tuvo en cuenta que la "teoría de la apropiación indebida no requería engaño (*deception*) pero autorizaba la imputación de responsabilidad sobre la base de un mero incumplimiento de una relación fiduciaria o alguna de característica similar".

En el caso *O'Hagan* fallado en 1997, consagra una tesis más avanzada ya que el fraude atraviesa el umbral de las personas directamente vinculadas por vínculos fiduciarios al deber de reserva de la información no pública y se expande desde esta fuente elásticamente hacia la frontera de los *outsiders* (desde un abogado hasta la relación entre el paciente y su médico psiquiatra⁷²) no directamente relacionados con la compañía emisora.

La teoría de la apropiación indebida persigue consumar el fraude de un *outsider* cuando este utiliza la información (*in connection with*) en provecho propio para adquirir o vender valores.

Veamos cuál es el supuesto enjuiciado en este caso:

James Herman O'Hagan era socio de la firma de abogados *Dorsey & Whitney* en Minneapolis, Minnesota. En julio de 1988 la empresa *Grand Metropolitan*, una compañía con base en Inglaterra, contrató los servicios de esta firma de abogados como consultores locales con el objeto de representar los intereses de *Grand Metropolitan* teniendo en cuenta una potencial oferta amistosa por las acciones de *Pillsbury*, compañía asentada en la localidad de Minneapolis.

Tanto la empresa *Grand Metropolitan* como los abogados de la firma *Dorsey & Whitney* tomaron las precauciones para proteger la reserva del plan de oferta, pero estos últimos finalmente se retiraron de las negociaciones dejando de representar su cliente.

A pesar de ello, en octubre de 1988, *Grand Metropolitan* anunció la oferta, por las acciones de *Pillsbury*.

El problema que suscitó O'Hagan fue que cuando en el mes de agosto de 1988, en circunstancias que todavía la firma *Dorsey & Whitney* actuaba como abogados de *Grand*

⁶⁸ "Further, we think that the application of the misappropriation theory herein promotes the purposes and policies underlying section 10(b) and Rule 10b-5".

⁶⁹ "The *Carpenter* case represents an exceptionally broad use of laws intended to prohibit insider trading..." David M. Brodsky - Daniel J. Kramer, ob. cit. p. 66

⁷⁰ *United States v/s James Herman O'Hagan* (8th Cir., Nos. 94-3174 and 94-3856) <http://www.legalcasedocs.com/120/243/005.html> 2/7/03; <http://www.lae.uh.edu/faculty/hhtm/2/7/03>

⁷¹ Bruce T. Carton - D. Peter Valiotis, *United States v/s Falcone*: "Boundless Expansion" of the Misappropriation Theory" *Wall Street Lawyer* Article, Vol 5, N° 6, Nov. 2001, ob. cit.

⁷² *United States v/s Robert Willis*, vid David M. Brodsky - Daniel J. Kramer, ob. cit. págs. 69 y 79

Metropolitan, comenzó a adquirir opciones de compra de acciones la empresa Pillsbury, blanco de la oferta, las que hizo efectivas a partir de septiembre adquiriendo, posteriormente, un mayor número de opciones.

Al momento del anuncio de la oferta de compra, la acción se disparó de US\$ 39 a US\$ 60, y O'Hagan alcanzó una utilidad al venderlas de nada menos que US\$ 4.3 millones.

Iniciada la investigación la SEC acusó a O'Hagan de 57 cargos por fraude de valores en violación a la Sección 10(b) de la SEA 1934 y la Regla 10b5. A ello se agrega fraude postal y lavado de dinero, perpetrados tanto en contra de la firma Dorsey & Whitney como de su cliente Grand Metropolitan, al aprovecharse con engaño⁷³ de información que no era pública, por lo que es condenado a 42 meses de prisión.

Adicionalmente, la Corte de Minnesota le canceló además su título profesional.

La Corte Federal del Octavo Circuito en voto dividido revocó el fallo de culpabilidad, destacando que la responsabilidad por la violación de las reglas citadas no se podía fundamentar en la teoría de la apropiación indebida.

Para ello tuvo en consideración que la responsabilidad proveniente de la regla 10(b) no se podía sostener bajo esta tesis que exige que el engaño sea en función de esta operación "en conexión a la compra o venta de un valor" negando el requisito.

Agregó esta Corte que la regla 10(b) requería una ruptura del deber de lealtad hacia las partes e intervenían en una transacción, o a lo más, a los otros partícipes del mercado como los inversionistas.

Posteriormente, la Corte Suprema y a raíz del empate producido en la Corte del Octavo Circuito, revocó dicho fallo resolviendo en armonía con las Cortes del Segundo, Séptimo y Noveno Circuito.

El Alto Tribunal razonó para sostener la convicción de O'Hagan, que la prueba de la apropiación indebida de información concreta y no pública servía de fundamento para configurar el fraude de valores que tanto la teoría de la apropiación indebida como aquella que se fundaba en la teoría del fraude del *insider trading* debían considerarse "esfuerzos complementarios" aun que con distintos objetivos: uno al *insider* con su deber hacia los accionistas; el otro a los *outsiders* con su deber no conectado a su contraparte comercial sino hacia la fuente de la información⁷⁴.

Con bastante razón se ha afirmado que el énfasis que puso la Corte Suprema en este fallo fue la contundente base fáctica del caso, en que la culpa de la actuación O'Hagan emerge con indiscutida claridad.

8.- Caso United States v/s Falcone⁷⁵. La revista *Business Week* publicaba una columna llamada "Adentro de Wall Street", en la que se discutían aspectos financieros de varias empresas.

En atención a que la columna en cuestión podía afectar los precios de las acciones, la revista mantenía un estricto control sobre el contenido, asegurándose de no revelarlo a terceros, el que, no obstante, debía circular por un número importante de intermediarios, los que entraban en posesión de la información al momento de su distribución.

Encontrándose en marcha dicho proceso, y a pesar de las precauciones adoptadas, el nochera Gregory Salvage, de la empresa Hudson News, quien había recibido la revista de manos de un distribuidor mayorista, este último acordó proveer a Larry Smath, amigo y corredor de bolsa, copias de la referida columna, antes que estuviese disponible al público,

⁷³ In sum, considering the inhibiting impact on market participation of trading on misappropriated information, and the congressional purposes underlying Á§ 10(b), it makes scant sense to hold a lawyer like O'Hagan a Á§ 10(b) violator if he works for a law firm representing the target of a tender offer, but not if he works for a law firm representing the bidder. The text of the statute requires no such result. The misappropriation at issue here was properly made the subject of a Á§ 10(b) charge because it meets the statutory requirement that there be "deceptive" conduct "in connection with" securities transactions. <http://www.lae.uh.edu/faculty/hhtm/2/7/03>

⁷⁴ David M. Brodsky - Daniel J. Kramer. ob. cit., págs. 72-73.

⁷⁵ Véase Bruce T. Carton - D. Peter Valiotis, ob. cit.

por lo cual recibía una suma menor de dinero. A su vez, Smath compartía esta información con Joseph Falcone que pagaba US\$ 200 por cada artículo, en circunstancias que Falcone obtuvo ganancias reconocidas por US\$ 4.898.38 por traficar con dicha información.

Conociendo de los hechos, la Corte del Distrito expresó su preocupación por la expansión sin límites de la teoría de la apropiación indebida. Es altamente discutible que los partícipes en el asunto hubiesen quebrantado un deber fiduciario debido a la fuente de la información –Business Week–. Gregory Salvage era empleado de la empresa Hudson News y por ello muy lejanos de la fuente de la información confidencial y en el hecho otros intermediarios precedieron a Hudson en el proceso de diseminación.

La Corte Distrital hizo hincapié en que la referida teoría se había extendido a relaciones no comprendidas en la Regla 10b-5 y abiertamente cuestionó el punto “si en el entendimiento común de lo que era un deber fiduciario al dueño o poseedor de la información podía se extendido a los límites que aquí se señalaban”.

Lo Corte del Segundo Circuito, en cambio, expresó sus diferencias, manifestando no tener reparos en condenar a Falcone aplicándole la teoría de la apropiación indebida, dejando constancia que este último no tenía un deber respecto de Business Week y que el *outsider* o *tippee* Salvage tampoco podía negociar valores en su nombre.

Para ello le bastó a la Corte del Segundo Circuito el hecho que Falcone estaba consciente de la ruptura del deber con la fuente de información que mantenía George Salvage, el que estaba suficientemente advertido de los procedimientos de seguridad de la revista que contenía la información diseminada.

Finalmente para esta Corte, el requisito “en conexión a” de la Sección 10(b) y la regla 10b-5 estaba cumplido desde el momento en que a través de la información apropiada se sabía que se afectarían los precios de los valores.

Como se advierte, la opinión de los autores citados es que se trata de una expansión injustificada de la teoría⁷⁶, fuera de sus límites lógicos, ya que no existía el deber fiduciario con una fuente demasiado remota como para tener este deber.

Por nuestra parte, digamos que a partir de los casos analizados, la aplicación de la teoría de la apropiación indebida ha sido objeto de severas críticas por parte de la doctrina norteamericana, fundada, como se ha puesto de manifiesto, en los casos colacionados, en la vaguedad del modelo de conducta elegida y lo caprichoso y arbitrario que resulta la infracción por esta vía. Así se sostiene por numerosos autores⁷⁷.

E) Conclusiones del derecho y la jurisprudencia norteamericana:

De lo expuesto en este apartado sobre la doctrina y la jurisprudencia más emblemática de los tribunales norteamericanos, podemos concluir que:

- I. Que la jurisprudencia norteamericana, exige para que se considere infringida la regla “revelar o abstenerse” (*disclose or abstain duty*), que la información sea relevante, esto

⁷⁶ *Ibídem*: “An Unjustifiable Expansion of the Misappropriation Theory”.

⁷⁷ Véase: Christopher D. Jones, “The Misappropriation Theory of Rule 10b-5. The Ultimate Deception”, *Journal of Contemporary Law*, University of Utah College of Law, Vol N° 2, 1997, pág. 472. “Legally, the misappropriation theory is inconsistent with prior Supreme Court decisions. The theory has proven itself to be an indeterminate analysis, founded on vague duties and relationships of trust, that is potentially limitless in scope”: Michale P. Kenny - Teresaa D. Thebaut, “Misguided Statutory Construction to Cover the Corporate Universe: The Misappropriation Theory of Section 10(b)”, *Albany Law Review*, Vol 59, 1995, Number 1, pág. 211. “The misappropriation theory goes wrong because it is untethered to the words of the statute. Free of textual constraint, the theory has been applied to conduct that cannot credibly be considered fraud, much less fraud in a securities transaction”. John R. Beeson, “Rounding the peg to fit the hole: a proposed regulatory reform of the misappropriation theory”, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 144, Number 3, January 1996, pág. 1077a 1148; Mark A Dessi, “The Misappropriation Theory and Securities Fraud Liability: its days are numbered”, *St. Johns Journal of Legal Commentary*, Vol. 13, Winter 1998, Issue 2, págs. 319 a 341.; David M. Brodsky - Daniel J. Kramer, *ob.cit.* págs. 74 a 81.

La doctrina europea ha sostenido la misma crítica. Véase Giuseppe Carriero, *ob. cit.* págs. 61 a 72 .

es, idónea o influyente, que exista derechamente intencionalidad, es decir, conciencia del carácter relevante de la información y que concurra una relación de causalidad, a saber, que se demuestre el nexo causal que existe entre el beneficio obtenido y la utilización de la información.

2. Que en cuanto a la aplicación de la regla "revelar o abstenerse" (*disclose or abstain rule*) este deber es claramente subjetivo. Su fundamento se encuentra en un deber de lealtad que emana de una relación fiduciaria preexistente (*relationship*) que lo vincula con la fuente de la información (*by reason of their position with that corporation*) obtenida de forma directa (*corporate insider*) o bien indirecta, en carácter de tercero informado (*outsider* o *tippee*), empleada con abuso, obteniendo ventaja en la compra y venta de acciones.
3. Que, en este último caso, el criterio judicial de atribución de responsabilidad puede ser derivativo (*participant after the facts*), o bien a través de un deber fiduciario (*fiduciary duty*), el que se ha intentado expandir o interpretar de forma amplia, involucrando a terceros ajenos a la transacción, esto es, afectando y haciendo responsables a individuos que están en posesión de la información pero no como fruto de una relación fiduciaria como la del *corporate insider*, sino como resultado de una relación existente con la persona o entidad desde donde a dicha información emana.
Esta fórmula de asimilación denominada teoría de la apropiación indebida (*misappropriation theory*), a pesar de haber sido aplicada por los jueces en varias oportunidades desde que fuera anunciada en el caso Chiarella hasta el paradigmático caso O'Hagan⁷⁸, ha sido, sin embargo, ampliamente criticada por lo artificiosa e inconsistente de su construcción y por el alto grado de inseguridad que inyecta en la práctica al mercado⁷⁹ que exige un buen nivel de predictibilidad pero, sobre todo, una elevada certeza jurídica que en este supuesto se suele disipar⁸⁰.
4. Que finalmente, ninguno de los criterios expuestos se aplica tratándose de informados remotos, que obtienen la información en mérito de su capacidad y esfuerzo personal aplicado al análisis.

VIII. DELIMITACIÓN DEL SUJETO PASIVO DEL *INSIDER TRADING* EN LOS PAÍSES DE LA CEE⁸¹

Veamos ahora cómo se regula el problema en los países miembros de la Unión Europea.

A partir de la experiencia norteamericana, prácticamente todos los países europeos han recogido en sus legislaciones sobre valores los mecanismos de defensa *anti-insiders*⁸² destinados a controlar la información privilegiada. En este contexto se enmarca el Código Europeo de Buena Conducta, de 1977, referido a las transacciones de valores mobiliarios, constituyen-

⁷⁸ David M. Brodsky - Daniel J. Kramer, ob. cit. p. 75: But, by its decision in *O'Hagan*, the Court has rejected this option as well. In sanctioning the misappropriation theory, the Court has permitted the possible scope of criminal insider trading prosecutions to be open-ended.

⁷⁹ *Ibidem*, ob. cit. p. 80: "Uncertain meanings inevitably lead citizens to "steer far wider of the unlawful zone"... than if the boundaries of the forbidden areas were clearly marked. In the securities context, this translates into market inefficiency, with traders acting overly cautious in their use of superior information for fear of liability. The Supreme Court has recognized this as an "inhibiting influence on the role of market analysts" presenting a threat to "the preservation of a healthy market".

⁸⁰ *Ibidem*, ob. cit. p. 77: ¿what conduct will constitute misappropriation of information as opposed to the lawful taking or use of it?

⁸¹ Giuseppe Carriero, ob. cit. págs. 77 a 108; Gómez Iniesta, ob. cit. págs. 63 a 68; Ruiz Rodríguez, ob. cit. págs. 259 a 287. Vgr., la Directiva define en su artículo primero en términos análogos a los de prácticamente todas las legislaciones europeas señalando que es "la información que no se haya hecho pública, de carácter preciso, que se refiera a uno o varios emisores de valores negociables o a uno o varios valores negociables y que de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de ese o esos valores".

⁸² Entre estos, cabe destacar la fórmula de la "muralla china" que separa los diversos compartimentos donde fluye la información al interior de una sociedad y los elementos de no publicidad, especificidad, capacidad de influencia sobre las cotizaciones y su contenido relativo a productos o sujetos pertenecientes al mercado bursátil.

dose en el primer esfuerzo destinado a armonizar las diferentes normativas sobre comportamiento leal frente al inversor y los agentes económicos. En el ámbito actual, destaca la Directiva de quince artículos N° 89/592 (18 de noviembre de 1989) relativa al *insider trading*, que según la doctrina ha actuado “como factor generador de innovación legislativa en los ordenamientos europeos”⁸³ pero que, en la práctica, se limita a establecer principios generales, dejando a cada Estado la posibilidad de adoptar disposiciones más o menos restrictivas que, consideradas en su conjunto, nos permiten advertir aspectos comunes en cuanto a la disciplina de la institución, el concepto de información privilegiada, los sujetos obligados y la descripción de las conductas prohibidas en los que no se observan diferencias significativas⁸⁴.

Centrándonos en los aspectos relativos al sujeto pasivo, la Directiva especifica las diversas categorías de iniciados, considerando quiénes son los iniciados primarios, esto es, los miembros de los órganos de administración social o que tengan acceso a dicha información, debido al ejercicio de su trabajo, profesión o funciones, a quienes prohíbe comunicar o recomendar a terceros la adquisición o cesión de acciones y los secundarios o *tippees*, como todos aquellos que han recibido con conocimiento de causa una información privilegiada, que provenga directa o indirectamente de un iniciado primario.

La Directiva establece un criterio subjetivo de “conexión” con la empresa, en contraposición al de “posición”.

La diferencia se anota en cuanto a que el criterio de “posición” es más estricto que el de “conexión”, ya que el primero agrupa solo a aquellas personas ligadas directamente a la empresa y que tienen influencia en la toma de decisiones de la misma, en tanto que el segundo incluye los supuestos de iniciados primarios y secundarios, esto es, a aquellas personas que acceden a una información confidencial por la posición que ostenta una persona o por las concretas relaciones que mantiene con ella.

Entre los iniciados primarios, a quienes se presume conocimiento (presunción simplemente legal), encontramos a los dirigentes de sociedades que acceden personalmente durante el ejercicio de su función a cierta clase de información, a los accionistas –haciendo diferencia respecto del modelo americano, que exige un mínimo de un 10% del capital social– dejando a cada Estado la graduación del número de acciones a partir de las cuales pueden ser sujeto activo de infracciones, y aquellos que acceden por el ejercicio del trabajo. La categoría de secundarios engloba a aquellas personas que con conocimiento de causa posean una información privilegiada, cuyo origen directo o indirecto solo pueda provenir de un iniciado primario o de primer grado.

A pesar de esta extensión, la doctrina a la hora de delimitar la exigencia del “conocimiento de causa”, afirma que “no prohíbe que el secundario que conozca la información realice la comunicación de la misma a un tercero, o el hecho de recomendar a un tercero efectuar una operación sobre la base de esta información”. Ello se funda en que mantener “la interpretación contraria, extensiva, solo conllevaría un extremado rigor que, en la práctica, acarrearía insalvables problemas probatorios”⁸⁵.

Por último, digamos que la Directiva comunitaria (Considerando 11°) excluye de su ámbito de prohibiciones las informaciones provenientes del mercado (*market informations*), y considera que “no es uso de información privilegiada, la realización de aquellas operaciones consistentes en el tráfico mobiliario normal, en el que el adquirente o cedente del valor mobiliario negociable ya estaba decidido a realizar la operación”.

⁸³ Gómez Iniesta, ob. cit. pág. 74. Con la excepción de Italia que al momento de ser adoptada la Directiva no contaba con legislación sobre la materia.

⁸⁴ *Ibidem* págs. 83 a 111. La diferencia está en la forma de perseguir, reprimir y sancionar el uso de la información privilegiada algunos en sede civil, administrativa y otra esencialmente penal (artículo 161 del C. Penal de Suiza. Alemania, que en la parte civil cuenta con un sistema de autorregulación de tipo ético (código de honor impuesto por los propios operadores), otros establecen un sistema diferente al de la Directiva 89/592 más severo de sanciones de Derecho Público administrativos y penales (Francia).

⁸⁵ Ruiz Rodríguez, ob. cit. pág. 277. Otros sostienen que solo podría ser considerado informado secundario aquel que la obtiene sabedor del carácter reservado de la misma y cuya fuente es un iniciado primario, por ejemplo un periodista financiero.

La razón de esta disposición no puede ser más clara, ya que “no puede prohibirse una conducta en cuyo verdadero proceso de formación no ha influido la obtención de datos que finalmente se ha producido”⁸⁶.

En resumen, como puede comprobarse, el texto comunitario extiende la prohibición de explotación de información privilegiada utilizando un criterio claramente subjetivo, distinguiendo entre los iniciados primarios y secundarios, que actúan con conocimiento de causa, cuyo origen directo o indirecto solo puede ser de un iniciado primario.

IX. DELIMITACIÓN EN CUANTO AL SUJETO ACTIVO DE LA OBLIGACIÓN DE “REVELAR O ABSTENERSE” DE UTILIZAR INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN CHILE

Como hemos dicho, el derogado artículo 13 de la LMV, resolvía el tema de la utilización abusiva de información reservada, la que solo podía tener lugar dentro de un ámbito societario referido a “*Los directores, administradores y, en general, cualquier persona que en razón de su cargo o posición tenga acceso a información de la sociedad*” teniendo como único objeto la compra y venta de “*los valores emitidos por esta*”.

Consistente con su propósito, la nueva ley amplía el ámbito de los sujetos obligados con el deber de reserva, extendiendo la categoría de los iniciados a “*cualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación, tenga acceso a información privilegiada*”, la que agrega, “*deberá guardar estricta reserva y no podrá utilizarla en beneficio propio o ajeno, ni adquirir para sí o para terceros, directa o indirectamente, los valores sobre los cuales posea información privilegiada*”, expresamente referida en el art. 164 de la LMV que ya hemos analizado.

Añade a continuación: “*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 los 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*” (artículo 165 LMV).

Como se observa, la norma transcrita pretende agrupar, como sujetos activos, no solo a los *insiders* sino también a los *outsiders*, los que sin estar directamente vinculados a la sociedad, acceden a la fuente de la información privilegiada, pero siempre que lo hagan con ocasión o en razón de su cargo, posición, actividad o relación.

Según se advierte, el esquema que emplea el legislador tiene un carácter restringido, exigiendo que entre la fuente de la información y el sujeto obligado exista o promedie una relación de trabajo, profesión, cargo o función que le permita tener acceso (“entrada o paso” según la R.A.E.) a la información, lo que se comprueba, ya que la normativa de abstenerse de revelar se les aplica a estas personas, aun cuando *cesen* en el ejercicio de estas funciones, ya que lo que se sanciona es el provecho económico que se extrae como resultado de la situación de privilegio que da “*el cargo respectivo*” (artículo 167 LMV).

En sintonía con esta norma, podemos citar las siguientes disposiciones de la LMV: el artículo 100 N° 4 de la LMV, que faculta a la Superintendencia para establecer mediante norma de carácter general, que es relacionada a una sociedad, toda persona natural o jurídica, lo que se puede presumir “*Si por su cargo o posición está en situación de disponer de información de la sociedad y de sus negocios, que no haya sido divulgada públicamente al mercado, y que sea capaz de influir en la cotización de los valores de la sociedad.*”; el inciso tercero del artículo 162 de la LMV que estima contraria a la ley respecto de una administradora de fondos, o de cualquiera persona que participe en las decisiones de inversión del fondo o que “*en razón de su cargo o posición, tenga acceso a información de las inversiones del fondo*” y, finalmente, el artículo 168 de la LMV, que concordante también con el art. 165 de

⁸⁶ *Ibíd.*, ob. cit. pág. 283.

la LMV, impone a los intermediarios de valores cuyos directores, administradores, apoderados, gerentes u operadores de rueda, que participen en la administración de un emisor de valores de oferta pública, ejerciendo como directores, administradores, gerentes o liquidadores de este último, de su matriz o coligante, la obligación de informar a sus clientes de esta situación y abstenerse de realizar para sí o para terceros relacionados, cualquier operación o transacción de acciones emitidas por dicho emisor”, lo que demuestra el espíritu del legislador de exigir una vinculación directa, debido al ejercicio de su trabajo, profesión o funciones.

Por tratarse de una norma prohibitiva que impone un deber de conducta y salvaguardia, los destinatarios del artículo 165 de la LMV quedan, en consecuencia, circunscritos a la existencia de esta imprescindible relación.

Lo contrario, implicaría extender en exceso el ámbito de aplicación de esta normativa a personas y entidades no vinculadas a la fuente.

A la inversa, pero por la misma razón, el deber de abstención no tiene cabida en los casos en que la información empleada en una transacción derivada del mismo sujeto que la ha generado o concurrido a su generación desde el momento en que no puede entenderse que “ha tenido acceso” cuando ha sido precisamente él quien la origina⁸⁷.

X. CONFIGURACIÓN DEL SUJETO ACTIVO COMO CATEGORÍA QUE ACCEDE A LA FUENTE DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

En caso alguno es posible sostener que la LMV nos remite o deja abierta una interpretación amplia de los sujetos que infringen el deber de reserva o abstención, ni mucho menos de sus conductas típicas, delimitando con toda precisión e inequívocamente los tipos que cualifican como tales y las condiciones que se exigen para estigmatizar su comportamiento.

Atendido el tenor literal del artículo 165, sostener lo contrario nos llevaría a una represión indiscriminada de los agentes económicos, que nuestro ordenamiento jamás puede descuidar bajo pena de socavar sus propios fundamentos, afectando de manera esencial el derecho a desarrollar libremente una actividad económica lícita (C.P. de la Rep., artículo 19 N° 21).

A) *Vertiente conceptual: alcance de las locuciones cargo, posición, actividad o relación:*

Sentada la premisa anterior, es fundamental precisar ahora en qué consiste la exigencia de la relación con la fuente de la información real, precisa y concreta.

El enlace entre esta fuente con el acceso a la información privilegiada, encuentra su núcleo en la expresión “en razón de” que emplea la norma, y que alude a una función o a un oficio desempeñado por determinados sujetos, lo que subraya que la conducta del *insider* viene determinada por la posición particularmente estrecha con el bien jurídico que se busca tutelar, esto es, la buena fe y la igualdad de oportunidades.

En esta dirección, el vehículo empleado para facilitar el comportamiento del *insider* viene descrito en la norma a través de expresiones que resaltan esta relación directa, tales como “cargo”, “posición”, “actividad” o “relación”⁸⁸.

El “cargo” se aplica a las personas que intervienen como ejecutivos⁸⁹ del propio emisor, de un inversionista institucional o de un órgano fiscalizador de aquellos.

⁸⁷ Alcalde Rodríguez, “Uso de información privilegiada: algunas consideraciones sobre el sentido y alcance de las prohibición en relación con su sujeto, objeto y sanción”, *Revista Chilena de Derecho*, Vol. 27, N° 1, pág. 15.

⁸⁸ Véase Oficio Circular N° 2.506 de fecha 10 de julio de 1997, en el cual se precisan estos conceptos sistematizados por la Ley N° 19.301.

⁸⁹ Por Oficio Circular N° 1.003, de 21 de marzo de 1991, se ordenó remitir a la Superintendencia la nómina de los ejecutivos de todas las sociedades y entidades fiscalizadas.

La expresión “posición” se emplea respecto de aquel que sin ocupar un “cargo” actúa permanente o esporádicamente frente a la compañía como fuente de información, por ejemplo, un auditor externo, un consultor, o los clasificadores de riesgo.

La “actividad” se refiere a las operaciones o tareas que una persona desarrolla o desempeña en una empresa.

Finalmente, la “relación” se refiere a la conexión o trato que vincula al sujeto con la fuente.

En síntesis, según se observa, las diversas fórmulas empleadas por el legislador para aglutinar un concepto de conexión, exigen ceñirse al verbo típico que encabeza la norma “en razón de” y que denota el indispensable vínculo causal que acota la aplicación del precepto para evitar desbordar sus propios límites.

B) *Vertiente material: el aprovechamiento de la información:*

Aparte de la exigencia anterior, está la instrumental del provecho.

En efecto, el acceso a esta información privilegiada no es elemento suficiente para sancionar este tipo de comportamiento *insider*. Es necesario que adicionalmente al “acceso” exista usufructo o explotación, lo que se concreta –de forma más amplia que la LMV precedente– *utilizándola* en beneficio propio o de terceros o *adquiriendo* para sí o para terceros, directa o indirectamente, los valores sobre los cuales se posee la información, entendiéndose –se desprende del inciso final del artículo 165 de la LMV– que se tiene, desde el momento en que se efectúa la transacción, adquiriendo o enajenando valores.

C) *Condiciones para que opere la infracción:*

Ahora bien, la doctrina siguiendo la tendencia proveniente de la Regla 10b-5 del derecho norteamericano⁹⁰ dispone que para que el artículo 165 se considere infringido, es necesario que concurren los elementos de relevancia e intencionalidad que estudiamos anteriormente.

En cuanto a la relevancia, esta aparece como condición para atribuir a un comportamiento el carácter de abusivo y relevante, para lo cual se toma como arquetipo de conducta exigible aquella en que un hombre juicioso le asignaría importancia a sus decisiones de inversión, por estimar que influye en el precio de sus valores.

En cuanto a la manifestación de intencionalidad, que, como veíamos anteriormente –conforme a la regla 10b-5–, es la conciencia del carácter relevante y de la consiguiente manipulación incorrecta o engaño imputable⁹¹, presupone la concurrencia de un ánimo fraudulento, lo que sucede cada vez que el acceso a la información privilegiada sea ilegítimo y deliberado, bien cuando se divulga a un tercero con dicho propósito.

Desde esta perspectiva, y conforme al criterio de imputación que acoge nuestra legislación civil, la exigencia de dolo (conciencia del usuario acerca del carácter privilegiado de la información), o al menos de culpa (el receptor no podía menos que conocer o prever el carácter privilegiado de la información), parece imprescindible, debiendo concurrir este elemento subjetivo para poder imputar responsabilidad con algún fundamento.

En este sentido, la categoría de sujetos que pueden acceder a información privilegiada, puede variar en función del conocimiento de las ventajas que le proporciona su uso y si sabe efectivamente, o se halla en posición de saber acerca del carácter privilegiado que reviste la información⁹².

⁹⁰ Núñez Plaza, ob. cit. pág. 187 y sigs. “Es decir, se impone una necesidad de limitación de la amplitud de la norma, similar a aquella impuesta respecto de la Regla 10b-5”.

⁹¹ Véase *ut supra* VIII. B.b).

⁹² Alcalde Rodríguez, ob. cit. pág. 16 : “En nuestra opinión –y reiterando que nuestra ley no aborda el punto– creemos que la solución debe ser precisada. Aplicando los principios generales de derecho, los que en la especie nos indican la conveniencia de efectuar un distingo, a saber: (i) si el tercero a quien se proporciona la información sabía o debía saber que aquella era confidencial y que, por tanto, llegó a su conocimiento en razón de una infracción a las normas que la gobiernan o, (ii) si tal tercero no supo ni, atendidas las circunstancias particulares del caso, se hallaba en circunstancia de conocer la naturaleza confidencial o reservada de la información, así como la circunstancia de adquirir ilegítimamente noticia de la misma”.

De allí que como una forma de resolver esta situación, el art. 166 de la LMV establece presunciones de acceso a información privilegiada y ánimo de beneficiarse, que pesan sobre los sujetos que allí se indican, en el sentido de que la información disponible en el momento de la realización de una determinada operación, era una información privilegiada, presunción simplemente legal que, en todo caso, no impide exonerarse de responsabilidad, demostrando la ignorancia o ausencia de esta circunstancia.

Veamos hasta dónde se extiende esta presunción.

D) Alcance normativo de la presunción de acceso del artículo 166 de la LMV:

El artículo 166 de la LMV dispone que: “*Se presume que tienen acceso a información privilegiada las siguientes personas:*”

- a) Los directores, gerentes, administradores y liquidadores del emisor o del inversionista institucional, en su caso;
- b) Las personas indicadas en la letra a) precedente, que se desempeñen en una sociedad que tenga la calidad de matriz o coligante controlador de la emisora de cuyos valores se trate, o del inversionista institucional en su caso;
- c) Las personas controladoras o sus representantes, que realicen operaciones o negociaciones tendientes a la enajenación del control, y
- d) *Los directores, gerentes, administradores, apoderados, asesores financieros u operadores de intermediarios de valores.*

Tratándose de las personas indicadas en la letra d) del inciso precedente, la presunción señalada se entenderá referida exclusivamente a la información privilegiada definida en el inciso segundo del artículo 164, y también respecto de la información que tuvieren sobre la colocación de acciones de primera emisión que le hubiere sido encomendada.

También se presume que tienen acceso a información privilegiada, en la medida que puedan tener acceso directo al hecho objeto de la información, las siguientes personas:

- a) Los auditores externos e inspectores de cuenta del emisor, así como los socios y administradores de las sociedades de auditoría;
- b) Los socios administradores y miembros de los consejos de clasificación de las sociedades clasificadores de riesgo, que clasifiquen valores del ente emisor o a este último;
- c) Los dependientes que trabajen bajo la dirección o supervisión directa de los directores, gerentes, administradores, o liquidadores del emisor o del inversionista institucional;
- d) Las personas que presten servicios de asesoría permanente o temporal al emisor.
- e) Los funcionarios públicos dependientes de las instituciones que fiscalicen a emisores de valores de oferta pública o a fondos autorizados por Ley, y
- f) *Los cónyuges o parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad de las personas señaladas en la letra a) del inciso tercero*⁹³.

Como se advierte, las presunciones que sienta esta norma apuntan en doble sentido: por una parte, presume el acceso de todos aquellos que enumera en el inciso primero, imputación que es consecuencia de la función desempeñada, y por otra, agrega la relación directa con la fuente como usuarios primarios, lo cual permite al *insider* estar en disposición a conocerla, hechos que pueden ser desvirtuados acreditando el desconocimiento del carácter privilegiado de la información. Es decir, presume como regla general que aquellos que acceden a esta información por sus funciones como directores, gerentes, esto es, *insiders* primarios, no pueden menos que conocer el carácter privilegiado de la información.

⁹³ Acta Sesión del Senado N°18, de 14 de diciembre de 1993, Comisión de Hacienda, pág. 2943 en la que se deja constancia de esta presunción relativa a los cónyuges o parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad, le parece muy afinada.

En el caso de los sujetos enumerados en el inciso segundo, el tema es más conflictivo, ya que al no existir vínculo con la fuente, la norma exige *acceso directo al hecho objeto de la información*.

Solo en la medida en que se acredite este presupuesto y la relación entre la fuente generadora de información y la adquisición de valores se les podría aplicar esta presunción.

El resto son *outsiders*, o usuarios secundarios a los que no cabe extender la presunción como sanción, a no ser que se les acredite un efectivo conocimiento del carácter privilegiado de la información, lo que se equipara a una explotación dolosa, o como indica en el artículo 4° de la Directiva 89/592 de la C.E.E. "con conocimiento de causa"⁹⁴ empleado durante el período de abstención.

No cabe, por tanto, respecto de estos sujetos *outsiders*, la presunción de culpa, de que no podía menos que conocer o prever el carácter privilegiado de la información.

Especialmente conflictiva nos parece la presunción que se construye en torno a los parientes que señala y al cónyuge del *insider* primario, ya que se supone que el hecho normal y afortunadamente no proscrito de la vida familiar, es que estos se comuniquen entre sí, sin que pueda decirse que existe un deber funcional de confianza por la *posición* que mantienen como *fuentes* generadoras de la información (padre-hijo, marido-mujer).

De suerte que acreditar el hecho contrario, esto es que no hubo una ruptura de un deber de lealtad preexistente —piénsese en personas que cohabitan— fuera de ser un hecho negativo puede resultar una prueba si no imposible, muy difícil.

En resumen, de modo general, es necesario afirmar que el art. 165 de la LMV no establece un sistema objetivo que prescindiera de la naturaleza o del carácter de la relación existente entre quien se sirve de la información y la fuente de donde ella emana⁹⁵.

Más en consonancia con nuestro sistema de responsabilidad, es el criterio de imputación por culpa o dolo el que debe prevalecer, como regla interpretativa⁹⁶, en un contexto donde la vaguedad e imprecisión solo podrían influir para inhibir la actuación del mercado y sus agentes.

Las presunciones establecidas por esta norma miran, pues, a favorecer al inversionista y a proteger su buena fe.

Como colofón de este epígrafe, digamos que la existencia de estas presunciones en ningún caso permiten desdibujar artificialmente los criterios de imputación de responsabilidad existentes en nuestro medio, los que siguen estando fundamentados en criterios subjetivos, propio del causalismo que inspira nuestro ordenamiento como idea jurídica central.

XI. LA JURISPRUDENCIA ADMINISTRATIVA Y JUDICIAL EXISTENTE SOBRE LA MATERIA EN EL DERECHO CHILENO

A) *Jurisprudencia administrativa*

Veamos, para finalizar, cómo han encajado los criterios expuestos en las situaciones jurídicas concretas planteadas ante la Superintendencia de Valores y Seguros, encargada de

⁹⁴ Núñez Plaza, ob. cit. pág. 189. "es decir, las conductas de *insider trading*, respecto de *outsiders* no afectos a presunciones de acceso, requieren de dolo para infringir la norma no siendo suficiente la mera negligencia".

⁹⁵ El Art. 23 de la Ley Núm. 19.882 que regula nueva política de personal a los funcionarios públicos, establece que: "Se aplicarán las penas de presidio menor en su grado medio a presidio mayor en su grado mínimo, a los directores, gerentes, apoderados, liquidadores, operadores de mesa de dinero y trabajadores de la entidad administradora, que en razón de su cargo y posición y valiéndose de información privilegiada de aquella que trata el título XXI de la Ley N° 18.045:

a) Ejecuten un acto por sí o por intermedio de otras personas, con el objeto de obtener un beneficio pecuniario para sí o para otros, mediante cualquier operación o transacción de valores de oferta pública.

b) Divulguen información privilegiada relativa a las decisiones de inversión del fondo, a personas distintas de las encargadas de efectuar las operaciones de adquisición y enajenación de valores de oferta pública por cuenta o en representación del fondo.

⁹⁶ *Ibíd.*, ob. cit. pág. 192: "Lo contrario restaría competitividad y funcionalidad al mercado de valores nacional; pugnaría con todo aquello que el mercado de valores norteamericano ha desarrollado y enseñado durante los últimos cincuenta años".

supervisar las operaciones y garantizar el adecuado traspaso informativo, basado en los principios de eficiencia y transparencia del mercado de valores y protección a los inversionistas.

Hacemos presente que se trata de resoluciones administrativas, que no producen cosa juzgada y que resuelven el tema sin perjuicio de lo que han fallado los Tribunales Ordinarios por la ejecución o consumación de estas operaciones⁹⁷.

a) Caso Banco Santiago, Resoluciones. Exentas de la S.V.S. N° 157, sanción de multa impuesta al Sr. Eduardo Herrera Amenábar, y N° 158, sanción de multa impuesta al Sr. Jaime Mac-Pherson Anticevic, ambas dictadas con fecha 5 de julio de 1996, obligándolos además a restituir la utilidad obtenida en la compra y venta de acciones del Banco de Santiago.

A través de sendas resoluciones, la Superintendencia de Valores y Seguros sanciona a quienes se desempeñan como iniciados primarios en la sociedad emisora, en la que detentan puestos de confianza como asesores directos de la administración, quebrantando el deber fiduciario de guardar reserva, lo que les permite acceder a información relevante procurando su utilización indebida.

Los hechos que motivan la infracción obedecen a que con fecha 12 de diciembre de 1995 se hizo público, por medio de la prensa, el acuerdo de la sociedad Servimotor S.A., sociedad anónima cerrada controlada por otra sociedad, denominada Forestal Quiñenco S.A., parte del grupo empresarial Luksic, de tomar el control de la sociedad anónima denominada Banco de Santiago mediante una oferta pública de compra que se haría efectiva a partir del día 19 de diciembre del mismo año.

La decisión de toma de control de dicha entidad bancaria se adoptó e hizo pública oficialmente a través del citado aviso en la prensa, luego de consultar a sus asesores de confianza, entre los que se contaban los Sres. Herrera y Mac-Pherson, ejecutivos de la sociedad denominada Inmobiliaria del Norte S.A., filial de Forestal Quiñenco S.A.

Ambos personeros tomaron conocimiento de la decisión (Considerando 11°) de tomar el control y compra de acciones del Banco de Santiago por parte del grupo empresarial Luksic y participaron de las gestiones encaminadas a dicho objeto accediendo a información privilegiada no divulgada al mercado, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 164 de la LMV. Sobre esta base y teniendo en cuenta su relación fiduciaria con la empresa, ambos ejecutivos estaban obligados a *guardar estricta reserva* (art. 165 LMV) y a abstenerse de adquirir dichos valores del Banco de Santiago.

A pesar de lo anterior y recurriendo al mecanismo de instruir por sí o de forma indirecta a través de terceros de su confianza la adquisición de acciones por medio de unas sociedades a las que se encontraban estrechamente vinculados como socios, alcanzando beneficios que tuvieron su origen en las transacciones celebradas entre las fechas en que tomaron efectivo conocimiento de la toma de control, procediendo a comprar en forma escalonada las acciones que posteriormente vendieron con utilidad importante, una vez que se materializa la oferta pública bursátil.

En el caso expuesto, se consideran infringidos los artículos 164 y 165 de la Ley N° 18.045, teniendo para ello en consideración la existencia de un deber de lealtad que emana de una relación fiduciaria entre los Sres. Herrera y Mac-Pherson y la sociedad emisora de la información, obligación que pesaba sobre estos ejecutivos debiendo abstenerse de negociar valores, al estar en conocimiento del carácter influyente de la información y la conciencia del carácter relevante que posea y, finalmente, la relación de causalidad existente entre el beneficio obtenido y la utilización de la información empleada con abuso, obteniendo ventajas indebidas en la compra y venta de acciones.

b) Caso A.F.P. Protección S.A. Resoluciones Exentas de la S.V.S. N° 185, N° 186 y N° 187, sanción de multa impuesta a los Sres. Fernando Moncada Melet, Gerente General, Juan

⁹⁷ Véase Revista de Derecho y Jurisprudencia, T. 92, Sección Primera, pág. 11, Fallo de la Corte Suprema de 13 de noviembre de 1995.

Carlos Barres Marticorena, Gerente Comercial, y don Alejandro Reyes Miguel, Gerente de Inversiones, todos de la citada A.F.P, dictadas con fecha 31 de julio de 1996.

La base fáctica de esta resolución es simple y se enmarca en la infracción al deber de lealtad, tanto con los intereses de la entidad a la que prestan servicio estos altos ejecutivos de una A.F.P. (*corporate insiders*), a la par que con el público inversionista. El nexo causal que existe entre el beneficio obtenido y la utilización de la información es manifiesto y evidente.

El Gerente General, el Gerente Comercial y el Gerente de Inversiones, respectivamente, de la denominada "A.F.P. Protección S.A.", adquirieron a través de un corredor de bolsa un paquete importante de acciones de Security Holdings, a nombre de una compañía de inversiones y rentas de la que a la sazón eran administradores como socios mayoritarios del capital. Con escasa diferencia de horas, la mencionada A.F.P adquirió para un fondo de pensiones y a través del mismo corredor, una cifra importante de los mismos títulos. Es relevante que al momento de emitir la orden de compra para las compañías bajo su control, los ejecutivos estaban en conocimiento de que la empresa que representaban, la "A.F.P Protección S.A.", haría lo mismo y por lo tanto la conducta típicamente exigible era *guardar estricta reserva* sobre esta transacción y abstenerse de utilizarla y actuar en el mercado.

Lo anterior se refuerza por el hecho que la empresa de la cual los infractores eran ejecutivos tenía encomendado un estudio para adquirir dichos valores, presumiéndose, de conformidad a la letra a) del art. 166 de la LMV, el acceso a información privilegiada al momento de decidir la compra⁹⁸.

Como vemos, la forma de actuación de estos ejecutivos revela un comportamiento ilustrativo de *insider trading*, con todos sus componentes típicos de ruptura de una relación de fidelidad, accediendo a la información en razón del cargo que ocupaban en la A.F.P., procurando obtener ventajas para la compañía de la que a su vez eran socios controladores.

En este caso los ejecutivos dejaron de *servir* a la empresa para *servirse* de la empresa.

c) Caso Elesur S.A. Resolución Exenta de la S.V.S. N° 337, de fecha 31 de octubre de 1997, que sanciona con multa impuesta a la empresa Elesur S.A. filial de la empresa de capitales españoles denominada "Endesa Desarrollo S.A." en la operación de toma de control de las sociedades Chispas.

La empresa filial Elesur S.A. abrió poder comprador de acciones del grupo de empresas denominadas "Chispas" mediante una OPA, comunicando oficialmente la decisión de compra por avisos publicados en los diarios, transacción que se llevó a cabo sin dificultades.

Análisis posteriores determinaron, no obstante, que la OPA de Elesur S.A. era parte de una operación de mayor complejidad que había supuesto un "Acuerdo de Alianza Estratégica", antecedente que no había sido divulgado y que había sido suscrito por un alto ejecutivo de la empresa española, que contenía una cláusula muy favorable para Endesa S.A., información que era disponible solo para algunos accionistas, provocando de esta forma una asimetría entre el conocimiento de este acuerdo y los compradores de las acciones, probablemente capaz de influir en la cotización de las acciones de "Chispas".

A lo acontecido, se agrega que el representante que actuaba por cuenta de Endesa S.A. de España, había suscrito el documento denominado "Acuerdo de Alianza Estratégica", procediendo a efectuar la adquisición de las acciones de "Chispas", estando, como era lo lógico, en pleno conocimiento de esta información generada por él, noticia ciertamente no divulgada, a la que la S.V.S. le asignó el carácter de información privilegiada, considerando, por lo tanto, infringidas las disposiciones de los artículos 164 y 165 de la LMV.

Sin descender al detalle, a nosotros nos parece discutible esta sanción, ya que se califica de privilegiada y se pretende aplicar una sanción a quien había intervenido directamente en el

⁹⁸ En el caso de uno de los sancionados, Juan Carlos Barrés M., el Considerando c) de la resolución establece que su nombre figuraba entre las personas a las que se refiere el oficio que ordena remitir a la Superintendencia la nómina de los ejecutivos de todas las sociedades y entidades fiscalizadas (Circular N° 1.003 de 21 de marzo de 1991).

acuerdo jurídico que da origen a dicha información, pudiendo, por lo tanto, usar, gozar y disponer de la misma como todo derecho adquirido, por muy confidencial que este sea⁹⁹.

Sostener la tesis contraria lleva al absurdo que quien con su participación en una actividad comercial de la cual emerge información privilegiada, deba marginarse completamente de la misma, por entenderse que tiene "acceso" a ella.

B) Jurisprudencia de los Tribunales existente sobre la materia en el derecho chileno:

En esta materia podemos afirmar que la jurisprudencia de nuestros Tribunales es extremadamente escasa en un espacio donde existen conceptos fácticos que por su elasticidad y amplitud exigen la imprescindible apreciación judicial.

A propósito del caso Banco Santiago, precedentemente colacionado, la Corte de Apelaciones de Santiago, con fecha 6 de diciembre de 2000¹⁰⁰, aborda el tema del aspecto del interés jurídico protegido a través del estatuto de la información privilegiada, estableciendo (Consid. N° 14) que por tratarse de normas de orden público económico para lo cual la ley ha dotado a la Superintendencia de Valores y Seguros de potestad administrativa jurisdiccional entre las que se encuentra la potestad de ejecución que es el poder que tienen las personas administrativas, a través de sus órganos, para ejecutar por sí mismas sus decisiones (Consid. 15°).

En la especie, el recurrente don Eduardo Herrera Amenábar en representación de la Sociedad Inmobiliaria y de Inversiones El Alba Limitada dedujo reclamación en juicio sumario especial ante el 26° Juzgado Civil de Santiago (Rol C-2577-96), en la cual reclama por la multa impuesta por Resolución N° 157, de 5 de julio de 1996, mediante la cual la Superintendencia de Valores y Seguros obligó a su representada a ingresar la cantidad de \$ 185.484.002, más reajustes, pretendiendo negarle atribuciones para imponer la sanción que le obligaba a integrar en arcas fiscales las ganancias obtenidas por su representada, como producto de transacciones de valores de oferta pública del Banco de Santiago, sobre los cuales tenía información privilegiada atendida la calidad del reclamante como asesor de confianza del denominado grupo empresarial Luksic.

La Corte de Santiago sentó como doctrina que el ingreso en arcas fiscales de las utilidades provenientes de una infracción a las normas sobre información privilegiada no constituye una forma de indemnización de perjuicios y, por tanto, de responsabilidad civil extracontractual (Considerando N° 11), y que para que ella exista debe cumplir a lo menos tres requisitos, a saber: acción dolosa o culpable, un daño o perjuicio sufrido por la víctima y una relación de causalidad entre la acción u omisión dolosa o culpable y los daños sufridos por la víctima (Consid. N° 12), requisitos que no existen en las situaciones que se rigen por el inciso 3° del artículo 172 de la Ley 18.045, puesto que no es necesario invocar ni acreditar ningún tipo de daño al Fisco para que opere la obligación de entregar las utilidades, habidas por utilización de información privilegiada. En este caso existe daño al sistema económico vigente, una de cuyas herramientas es el desarrollo del mercado de valores de manera informada y transparente y las manipulaciones de las personas que actúan en él que se traducen en beneficios ilícitos y falta de transparencia, producen distorsiones en la información que está disponible en el mercado de valores, provocando falta de confianza en los futuros sujetos económicos, lo que produce un grave daño a la economía nacional.

Agrega el considerando que no es el perjuicio económico del Fisco en sí lo que persigue la norma en comento, sino desincentivar a quienes pudieran obtener un perjuicio ilícito en transacción de valores utilizando información privilegiada, ya que si no hubiere otro perjudicado, que sí puede cobrar indemnización de perjuicios, la ley impone la obligación legal de

⁹⁹ Alcalde Rodríguez, ob. cit, pág. 15: "En otras palabras, la institución que estudiamos no tiene cabida en los casos en que un determinado antecedente, por relevante y confidencial que sea, es empleado en una transacción por la misma persona que ha generado (o cogenerado) la pertinente información".

¹⁰⁰ Revista de Derecho y Jurisprudencia, T. 98, Sección Segunda, año 2000, pronunciada por la señorita Alma Wilson G., Ministro Sres. Hugo Dolmestch U. y Raúl Rocha P.

“entregar a beneficio fiscal toda utilidad o beneficio pecuniario que se hubiere obtenido a través de transacciones de valores del emisor de que se trate”.

C) Conclusiones

De lo expuesto en este apartado final sobre la jurisprudencia administrativa más emblemática de nuestro órgano fiscalizador y el fallo que hemos podido colacionar de nuestros Tribunales, podemos concluir que:

1.- Con visión general, el establecimiento de violaciones al *deber de guardar reserva y abstención* y el uso de información privilegiada se sanciona hasta la fecha en nuestro medio dentro de un ámbito considerado como de *insiders* o usuarios primarios sin que alcance a terceros receptores de dicha información.

En los casos analizados, por regla general, el acceso a la información tiene lugar a través de un cargo, posición o actividad, poniendo en evidencia la relación directa entre la conciencia del carácter relevante de la información, desde su fuente de origen y la ventaja que se podía alcanzar en cada transacción, aprovechándola para sí o para personas relacionadas.

2.- Junto a lo anterior, tiene interés destacar que negamos la aplicación de esta sanción cuando la información no cumple los requisitos claros y objetivos para ser considerada como privilegiada, descritos en los artículos 164 y 165 de la LMV o el acto censurado no es compatible con aquello que entendemos bajo el concepto típico de “acceso a información privilegiada” pretendiendo afectar los derechos legítimamente adquiridos por su titular y que permiten el uso, el goce y la disposición autorizada de la información.

3.- Rectamente entendido, el artículo 165 de nuestra LMV no establece un sistema objetivo que prescindiera de la naturaleza o del carácter de la relación existente entre quien se sirve de la información y la fuente de donde ella emana.

4.- Cabe recordar, sin embargo, que las normas sancionatorias en materia administrativas son de derecho estricto en nuestro medio y no admiten ni interpretación extensiva ni analógica.

Tratándose de normas de excepción, como son las conductas que impone el artículo 165 de la LMV, deben aplicarse con carácter restrictivo “por más aparentes que sean las razones de equidad o analogía que aconsejen otra cosa”¹⁰¹.

5.- Nuestra escasa jurisprudencia judicial ha fallado que la utilización de la información privilegiada constituye un daño al sistema económico vigente y al desarrollo del mercado de valores en forma informada y transparente, y que más allá del perjuicio económico al Fisco, lo que se persigue con esta normativa es desincentivar a quienes pudieren obtener un beneficio ilícito en la transacción de valores utilizando información privilegiada. Bajo estas bases afirman que el ordenamiento ha dotado excepcionalmente a la Superintendencia de Valores y Seguros por tratarse de normas de orden público económico, de potestad administrativa jurisdiccional en el sentido de poder ejecutar por sí mismas sus decisiones.

¹⁰¹ Véase Revista de Derecho y Jurisprudencia, T. 40, Sección Primera, pág. 1. En el mismo sentido, se ha declarado que la analogía solo puede invocarse para ilustrar pasajes oscuros de un precepto legal, nunca para crear una nueva fuente de obligaciones (Revista de Derecho y Jurisprudencia, T. 46, Sección Segunda, pág. 48).