

# Comentario de jurisprudencia sobre uso de información privilegiada

COMENTARIO:

**Pablo Rodríguez Grez**

Decano

Facultad de Derecho

UNIVERSIDAD DEL DESARROLLO

Con fecha 25 de octubre de 2005, la Corte Suprema pronunció un fallo en recurso de casación en el fondo, mediante el cual sancionó a un conjunto de personas, miembros todas de un "pacto controlador" del Banco de Chile, imputándoles el uso de información privilegiada, conducta definida en el artículo 164 de la Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores.

## I. Los hechos de la causa

Conviene, desde luego, dejar sentado que el control ejercido por los sancionados corresponde a la figura establecida en el artículo 97 letra b) del mismo estatuto jurídico, esto es, **"influir decisivamente en la administración de la sociedad"**. En efecto, el mencionado "grupo controlador" detentaba un 34,77033% del caudal accionario del Banco de Chile, razón por la cual ejercía un control precario sobre dicha institución, lo cual hacía posible que cualquier otro inversionista pudiera disputar este control a través del aumento de su participación o de nuevos pactos de acción conjunta.

A su vez, el llamado "grupo Luksic", a través de Quiñenco S. A., detentaba un 12,3% del capital accionario del Banco de Chile y poseía, además, un 51,2% del Banco A. Edwards. Sus representantes habían manifestado a los miembros del "pacto controlador" que no aspiraban a disputar el control y que su inversión era financiera.

En este contexto general se suscita el conflicto que resuelve la Corte Suprema, el cual, en lo medular, consiste en lo siguiente:

1. Andrónico Luksic, director de Quiñenco, cita a algunos de los miembros del "pacto controlador" del Banco de Chile (Carlos Alberto Délano y Carlos Eugenio Lavín del grupo empresarial Penta), para informarles que había resuelto dejar de lado su calidad de inversionista financiero y que tiene la intención de intervenir activamente en la administración de esta institución. Para estos efectos, entre sus planteamientos figura la posibilidad de integrarse al "pacto", de fusionar el Banco A. Edwards con el Banco de Chile y de adquirir por medio de una Oferta Pública de Acciones (OPA), desde luego, un 8% más de acciones en el precio de \$ 50 por acción (en ese momento las acciones se transaban en la Bolsa en \$ 41) con el fin de alcanzar una participación del 20%, reclamando para Quiñenco, a lo menos, dos directores. Estas proposiciones quedan abiertas y pendiente de una nueva reunión entre los interesados.
2. Es necesario dejar sentado, desde ya, que no existía al respecto un "acuerdo" del directorio de Quiñenco, sino una simple proposición del director Andrónico Luksic, la cual no había sido resuelta por este organismo sin antes conocer la posición de los actuales controladores. Asimismo, que fue el propio Luksic quien les solicitó que comunicaran a los demás integrantes del "pacto de control" las proposiciones señaladas.
3. Los personeros indicados (Délano y Lavín) tomaron contacto con todos los miembros del "pacto", dándoles a conocer estas proposiciones, las cuales se consideraron como una estrategia comercial destinada a una toma hostil de control del Banco de Chile.
4. Como consecuencia de aquel análisis, se desestimó la posibilidad de integrar al "grupo Luksic" al "pacto controlador", la fusión del Banco A. Edwards con el Banco de Chile, y la posibilidad de acceder a que dos representantes de Quiñenco S. A. integraran el directorio. Lo último, teniendo en consideración de que el "grupo Luksic" controlaba el Banco A. Edwards, competidor del Banco de Chile, situación anómala, pero que no está prohibida en la ley chilena.
5. Atendida la amenaza que se cernía sobre los controladores y conocida la intención de uno de los directores de Quiñenco S. A., el "grupo Consorcio", integrante del "pacto", que detentaban entonces un 3,5% del caudal accionario del Banco de Chile, resuelve adquirir más acciones hasta alcanzar un 10% de participación, a objeto de que el "pacto de control", a su vez, elevara su participación a un 40%, consolidando de este modo su posición. El objeto de estas nuevas adquisiciones accionarias era exclusivamente reforzar el "pacto de control" y evitar que éste se debilitara como consecuencia de una posible

tentativa de toma hostil del control por parte del "grupo Luksic". Es necesario hacer notar que el "pacto de control" no impedía –sino que por el contrario alentaba– la compra de acciones por cualquiera de sus integrantes, condicionando sólo la venta de las mismas a un derecho preferente de sus miembros. Prueba de la vocación compradora del "pacto" era el hecho de que entre noviembre de 1999 y noviembre de 2000 había aumentado su participación entre un 26,971% y 34,77033%.

6. Para los efectos antes indicados y frente a la amenaza que encerraban las proposiciones del director de Quiñenco S. A., resuelve el "grupo Consorcio" adquirir en Bolsa nuevos paquetes accionarios, fijándose como precio \$ 50 (el mismo que había anunciado Andrónico Luksic en la reunión antes mencionada y que coincidía con los estudios realizados al efecto). De esta forma se podía impedir que una OPA, que no estaba aún acordada por el directorio de Quiñenco, permitiera desestabilizar al "pacto de control".

7. Todos los compradores estaba facultados por la autoridad para incrementar su participación en la propiedad del Banco de Chile, razón por la cual no había impedimento alguno para realizar estas nuevas adquisiciones accionarias.

8. Sin perjuicio de lo señalado, tanto la Bolsa de Comercio de Santiago, en razón de las normas de autorregulación, como la Superintendencia de Valores y Seguros, invocando el interés público y la protección de los inversionistas, suspendieron, en dos oportunidades, la transacción de acciones del Banco de Chile (las que habían fluctuado el mismo día entre \$ 41 y \$ 50). En definitiva, el "pacto controlador" sólo logró comprar un 14% de lo originalmente proyectado (de 375.000.000 de acciones de las series A, B, D y E de SM-Chile se alcanzó a adquirir 55.271.855). Cabe destacar el hecho de que el único comprador de los integrantes del "pacto" fue el "grupo Consorcio", entre cuyos personeros no se hallaban ni Carlos Alberto Délano ni Carlos Eugenio Lavín (integrantes del "grupo Penta").

9. Con posterioridad, y agotados estos actos, se renovaron los contactos entre "grupo Luksic" y los miembros del "pacto controlador". Fue entonces cuando se acordó ceder al primero la totalidad de las acciones del segundo, en el precio de \$ 60, precio que comprendía, como es natural, el pago del control, pasando una filial de Quiñenco S. A. a detentar el control efectivo del Banco de Chile, conforme al artículo 97 letra a) de la Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores.

10. Finalmente, la Superintendencia de Valores y Seguros procedió a sancionar a dos miembros del "pacto controlador" (grupo "Consorcio" y "grupo Penta"). Al primero, por el hecho de haber adquirido acciones del Banco de Chile, en

razón del uso de la información privilegiada a que tuvo acceso cuando Adrónico Luksic, como director de Quiñenco S. A., dio a conocer su intención de dejar de ser un accionista pasivo y formular diversas proposiciones, ya sea para integrarse al "pacto de control", fusionar otra entidad bancaria que ya controlaba con el Banco de Chile, aumentar su participación al 20% y exigir dos puestos en el directorio del banco. Al segundo, al parecer, por haber comunicado la proposición anterior conforme la petición formulada por el propio Adrónico Luksic.

La cuestión planteada, en consecuencia, se reduce, ni más ni menos, que a fijar el alcance que debe darse a la llamada información privilegiada definida en el artículo 164 de la Ley sobre Mercado de Valores y establecer si los personeros sancionados efectivamente infringieron la ley, como lo dispuso la Superintendencia de Valores y Seguros.

## II. Información privilegiada

El sentido y alcance de la llamada información privilegiada suscita varias dudas interpretativas que conviene dilucidar.

De conformidad al artículo 164 de la Ley de Mercado de Valores, se trata de **"cualquier información referida a uno o varios emisores de valores, a sus negocios o a uno o varios valores 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"**.

En el caso que nos ocupa, parece de toda evidencia que la sanción se impuso como consecuencia de que uno de los miembros del "pacto controlador" del Banco de Chile tomó conocimiento, a través de la información transmitida por los señores Carlos Alberto Délano y Carlos Eugenio Lavín, de una proposición formulada por un director de Quiñenco S. A., en el seno de aquel directorio, para adoptar una determinada "estrategia comercial" (sea con el fin de incrementar la partición de aquella sociedad en la propiedad del Banco de Chile, sea para incorporarse al "pacto controlador", sea para fusionar el Banco de A. Edwards a aquél), procediendo uno de ellos (el "grupo Consorcio") a adquirir acciones para reforzar y consolidar el control precario que detentaban.

A su vez, el deber de lealtad, fidelidad y reserva impuesto en la ley corresponde a **"cualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación tenga acceso a información privilegiada..."**.

De lo dicho se infiere, entonces, que la información privilegiada implica una conducta ilícita (una prohibición legal), que limita la libertad de actuar en el mercado (en este caso para adquirir acciones), en función de los intereses de terceros que sufrirán un perjuicio correlativo al beneficio que consigue el infractor. En consecuencia, a la luz de lo prevenido en el artículo 19 N°s 23 y 24 de la Constitución Política de la República, las normas legales que limitan la libertad para “adquirir el dominio de toda clase de bienes” deben interpretarse **restrictivamente, no pudiendo extenderse a otras situaciones que no sean aquellas expresa y formalmente descritas en la ley**. Por lo tanto, en el caso que nos ocupa, es indudable que la prohibición debe hallarse referida al Banco de Chile (emisor de las acciones), o a los negocios del mismo, o a uno de los **valores emitidos por éste**.

De la misma manera, para que la información tenga carácter de privilegiada, debe llegar a conocimiento del infractor sea en razón de **cargo, posición, actividad o relación** con el emisor de los valores afectados.

Aceptando que la interpretación de la ley debe atender a los valores, propósitos y objetivos que se procuran alcanzar, cuestión que, a juicio nuestro, queda meridianamente clara en lo prescrito en el artículo 19 inciso 2° del Código Civil, deberá existir un perjuicio que, como se dijo, será siempre correlativo al beneficio que justifica la prohibición. De aquí que abogemos por una **interpretación finalista de la ley**, ya que lo contrario significa imponer a la norma un sentido sólo formal, meramente literal, que se satisface con la lectura superficial de su texto sin atender a la intención y espíritu de la misma. Se pasa a llevar con ello, ni más ni menos, que una disposición de rango constitucional, quebrantando, en consecuencia, el principio de “supremacía constitucional”, que, a juicio nuestro, gravita poderosamente en materia interpretativa, debiendo preferirse siempre aquel sentido en que la ley satisface un mandato constitucional.

Finalmente, la información privilegiada deberá estar referida a un **hecho concreto, serio y objetivo** y no a una simple intención, posibilidad o estrategia de negocios que comprenda varias alternativas complementarias o subsidiarias. Dicho de otro modo, la “amenaza” de adoptar una decisión comercial no tendrá nunca el carácter de información privilegiada.

Una correcta interpretación de lo que ordenan los artículos 164 y 165 de la Ley N° 18.045 nos lleva a sostener que para que la información tenga carácter de privilegiada, en este caso, debió **estar referida a los valores emitidos por el Banco de Chile** (acciones); haber sido adquirida en razón de la **posición de quien recibe la información en el ente emisor de los valores; haber causado perjuicios a terceros** (correlativos a los beneficios ilegítimos que obtiene el que hace uso de la información); y **tratarse de un hecho real, objetivo y serio** y

no sólo de un suceso probable, eventual o posible. Reunidos estos requisitos, parece evidente que quien hace uso de la información privilegiada obra de mala fe, o a lo menos con culpa, ya que una persona que emplea la diligencia del hombre medio (“el buen padre de familia”), conforme a los estándares generales prevalecientes en la sociedad, indudablemente no puede incurrir en una conducta semejante sin reparar en su inconveniencia.

A lo anterior debe agregarse, aún, una cuestión esencial. Las facultades de la Superintendencia de Valores y Seguros se insertan en la potestad sancionatoria del Estado (*ius puniendi*). Ello implica que el Estado transfiere la jurisdicción punitiva a organismos de la Administración, sujeta, empero, a un control de juridicidad posterior por parte del Poder Judicial. Las infracciones susceptibles de ser sancionadas por los órganos administrativos deben presentar, en general, los mismos caracteres que la comisión de un ilícito penal, razón por la cual el ente administrativo estará limitado por el principio de tipicidad, presunción de inocencia, *non bis in idem*, doble instancia, culpabilidad, etcétera. Una infracción de esta naturaleza, por lo tanto, exige el elemento subjetivo del delito (dolo o culpa), cuestión que ha sido reconocida por los autores y los tribunales. Baste recordar que el Tribunal Constitucional ha declarado (27 de diciembre de 1996) que **“los principios inspiradores del orden penal contemplados en la Constitución Política de la República han de aplicarse, por regla general, al derecho administrativo sancionador, puesto que ambos son manifestaciones del *ius puniendi* del propio Estado”**.<sup>1</sup> Especialmente ilustrativo sobre este particular es lo manifestado por el profesor Enrique Cury Urzúa, quien señala, al referirse al ilícito gubernativo (administrativo), **“Tampoco existe un motivo atendible para independizar la sanción gubernativa de la exigencia de culpabilidad. Lo mismo que las penas penales, esta sólo debe ser impuesta a quien puede dirigírsele un reproche personal por la ejecución de la conducta prohibida”**.<sup>2</sup> En consecuencia, la infracción que comentamos requiere de un reproche subjetivo (dolo o culpa), sin el cual no cabe una sanción penal (ilícito administrativo) que, atendida su levedad, queda entregada a la potestad punitiva de la Administración, sin perjuicio, como se dijo, de la revisión jurisdiccional posterior.

La interpretación que prescinde de los elementos antes señalados nos aproxima peligrosamente a una verdadera **responsabilidad objetiva de carácter penal** que la ley no ha consagrado y que constituye un atentado a la libertad de oportunidades, que es uno de los elementos fundamentales en el funcionamiento del mercado.

<sup>1</sup> Acerca de este punto ver el comentario que sobre este mismo fallo aparece publicado en *Sentencias destacadas 2005*. Editado por “Libertad y Desarrollo”, de que es autor José Miguel Ried Undurraga. Pág. 31.

<sup>2</sup> ENRIQUE CURY URZÚA. *Derecho Penal. Parte General*. Ediciones Universidad Católica de Chile. 2005. Pág. 111.

### **III. La información que se sancionó no era privilegiada**

Sostenemos que la información que se sancionó en este caso no era privilegiada, ya que no concurre ninguno de sus elementos y sólo se funda en una errada interpretación literal de los textos legales.

#### **a. La información no estaba referida a los valores emitidos por el Banco de Chile**

La noticia dada voluntariamente por Andrónico Luksic a dos personeros del "pacto controlador" consistió en una "estrategia comercial" que contemplaba varias posibilidades. Es más, ella debió considerarse una proposición de actuación conjunta formulada a todos los miembros del "pacto". Recuérdese que se propuso la incorporación a este último, a la fusión de otro Banco, a la intención de dejar de ser un accionista pasivo, de adquirir un 8% adicional del caudal accionario para llegar a un 20% de su capital, y al derecho de elegir dos directores de la entidad. Por lo tanto, la información, por sí sola, no incidía directa y necesariamente en la cotización de los valores emitidos. Ello dependía de la posición que adoptara el "pacto controlador". Forzoso es reconocer, entonces, que los efectos de la información quedaban a merced de los presuntos infractores, razón por la cual su influencia en el mercado dependía de un acto "propio" y no del acto del informante.

Nos hallamos, entonces, en presencia de una estrategia negocial en que un accionista propone a otros una actuación conjunta, dejando a éstos en situación de decidir libremente los efectos y consecuencias que se seguirán de ella (la proposición). Si se estimara que se ha generado una información privilegiada, los accionistas que recibieron la proposición habrían quedado paralizados, a disposición del informante, sin poder adoptar medida alguna en resguardo de sus derechos. Sería ésta una hábil estrategia para imponerse a los competidores, todo lo cual resulta simplemente absurdo. No podía ser la creación de esta situación lo que perseguía ninguna de las partes en el conflicto que nos ocupa, como se desprende de sus dichos en el proceso.

La proposición informal realizada por Andrónico Luksic a dos personeros del "pacto controlador" ("grupo Penta"), para que se transmitiera a sus demás miembros, podía o no influir en la cotización de las acciones del Banco Chile en el mercado bursátil, según fuere la decisión que adoptaran los integrantes de dicho pacto. En tal caso, la información, por sí sola, carecía de la calidad que exige la ley y quedaba subordinada a lo que decidieran los integrantes del "pacto controlador". Dicho más claramente, nos hallamos ante una estrategia comercial, propia de las relaciones entre accionistas, que no conforma información privilegiada, porque se integra por la voluntad del que da la noticia y

por la voluntad del que la recibe (de estas voluntades dependerán los efectos que en definitiva se produzcan).

Lo comentado queda plenamente demostrado por el hecho de que la cotización experimentada por las acciones del Banco de Chile no sufrió alteración alguna con ocasión del uso de una “presunta información privilegiada”, puesto que el “grupo Luksic” propuso su adquisición en \$ 50 y los miembros del “pacto de control” ordenaron comprar a \$ 50. De suerte que la actuación de cada una de las partes no influyó en el precio que recibirían los terceros que decidieran vender sus valores.

Lo anterior nos lleva a concluir que en el caso que analizamos no hubo una información privilegiada que afectara a los valores emitidos por el Banco de Chile, sino una proposición dirigida por un accionista (individualmente mayoritario) a los miembros de un “pacto de control”, la que contemplaba diversas alternativas que quedaban entregadas a la decisión de estos últimos.

#### **b. Quienes recibieron la información no lo hicieron en razón de un cargo, posición, actividad o relación que les diera acceso a la misma**

El deber de fidelidad que impide hacer uso de información privilegiada en provecho propio o de terceros relacionados o ajenos, tiene como fundamento una relación fiduciaria con el emisor de valores. Ello se manifiesta claramente en el artículo 165 de la Ley N° 18.045 al señalar que la información privilegiada debe ser adquirida por quien **tenga acceso a la información en razón de su cargo, posición, actividad o relación con el emisor de valores**. O sea, debe existir un vínculo orgánico con el emisor que le permita tomar conocimiento de aquello que les está vedado a los demás.

Creemos que la ley alude a una información que se gesta en el ente emisor de valores o que es de su dominio, y a la cual se **accede** (tener acceso, paso o entrada a un lugar) en virtud de una vinculación fiduciaria. Dicho de otro modo, la información privilegiada se obtiene en razón de un cargo, posición, actividad o relación con el ente emisor y revela siempre un comportamiento desleal, abusivo y consciente. El artículo 166 de la Ley sobre Mercado de Valores da una pauta clara para confirmar lo que señalamos. Los casos allí contemplados, que constituyen presunción de acceso a información privilegiada, dan testimonio de que debe existir la vinculación indicada (directores, gerentes, administradores y liquidadores, personas controladoras o sus representantes que realicen operaciones o negocios tendientes a la **enajenación del control**, auditores externos e inspectores de cuenta del emisor, dependientes que trabajen bajo la dirección o supervisión directa de los directores, gerentes, administradores, o liquidadores del emisor o del inversionista institucional, las

personas que presten servicios de asesoría permanente o temporal al emisor, etcétera). En lo que concierne a la posición (situación que podría ser imputada a los sancionados), la ley deja, también, claramente establecido que los controladores, sin otra vinculación con el emisor, no incurrir en este ilícito sino cuando realizan operaciones o negociaciones tendientes a la enajenación del control (artículo 166 letra c), o cuando hayan tenido o tengan acceso a la información privilegiada en razón de su posición. Es evidente que la información se obtiene del emisor y que lo que la ley sanciona es emplear indebidamente el acceso que se tiene para disponer de ella. Todo el título XXI de la Ley N° 18.045 está impregnado del mismo sentido, señalando, en cada caso, la vinculación que permite el acceso a la información privilegiada. Nótese que en el caso que nos ocupa la información no pertenecía al emisor, fue generada al margen de su actividad, se trató de personas que no tenían una vinculación fiduciaria con el mismo y que correspondía a negociaciones que son propias de los accionistas. Ni quien generó la información ni quien tuvo acceso a ella lo hizo en razón de un cargo, posición, actividad o relación con el emisor (Banco de Chile). Se trataba de una negociación entre accionistas, la cual fue transmitida por expresa solicitud del interesado a los miembros del “pacto de control”.

No se divisa, entonces, cómo se ha podido considerar privilegiada esta información que, además, no tenía el alcance de tal, ya que constituía, más bien, el manejo de una “estrategia comercial” cuyos efectos eran absolutamente ajenos al emisor y se radicaban sólo en el patrimonio y en interés de los accionistas comprometidos. No se advierte, tampoco, cómo pudo la Corte Suprema prescindir de esta circunstancia sin atribuirle ninguna importancia, no obstante el deber que pesaba sobre los falladores de aplicar la ley sin darle una interpretación extensiva.

### **c. Inexistencia de perjuicios para los terceros**

Como queda establecido de los antecedentes de que da cuenta la sentencia de primera instancia, confirmada pura y simplemente por la Corte de Apelaciones, y la sentencia de la Corte Suprema que comentamos, esta operación (además fallida, ya que las proposiciones de Quiñenco no fueron aceptadas por los miembros del “pacto controlador”) no produjo perjuicio alguno, aun cuando sí beneficio para varios accionistas que alcanzaron a enajenar sus acciones al cumplirse parcialmente la orden de compra por parte de un integrante del “pacto de control”. Para configurar el perjuicio que hiciera posible aplicar esta sanción, la Corte Suprema invoca, erradamente a nuestro juicio, la negociación posterior a la oferta inicial de Andrónico Luksic, lo cual constituye, por así decirlo, una fase diversa en estas relaciones, sin un lazo causal que justifique la unión de ambas tratativas.

Fracasado el proyecto original de Quiñenco S. A., ante la negativa de los miembros del “pacto controlador” de aceptar alguna de las proposiciones formuladas, las partes, esta vez con el fin de transferir el control, iniciaron negociaciones encaminadas a ceder la totalidad de las acciones del Banco de Chile a una filial de Quiñenco S. A. Esta operación contempló un precio de \$ 60 por acción, puesto que incluía **la cesión del control de la sociedad emisora**. En el juicio respectivo, se deja establecido que esta última negociación sólo se abrió una vez frustrado el proyecto comercial descrito por Andrónico Luksic y que suponía un entendimiento entre Quiñenco S. A. y el “pacto controlador” para seguir ambos en la administración del Banco de Chile. La absoluta desconexión entre una y otra negociación excluye todo posible reproche, ya que el aborto que experimentó la OPA proyectada por una filial de Quiñenco S. A. fue consecuencias de actos lícitos y resguardos adoptados por el “pacto controlador” en ejercicio de sus derechos.

La sentencia de la Corte Suprema funda la existencia de perjuicios en la transferencia del control –reiteramos–, hecho posterior al fracaso de la negociación original. Se incurre en esto en un error evidente y grave, porque intencionalmente ambas cosas no están implicadas ni pueden atarse sus consecuencias. La negociación que culmina con la venta de todas las acciones del “pacto de control” sólo pudo abrirse una vez clausurada la “estrategia comercial” que dieron a conocer los personeros de Quiñenco S. A. a los miembros del “pacto”.

No cabe duda alguna de que nadie experimentó con estas negociaciones perjuicio y que lo sucedido es consecuencia natural y previsible de una estrategia comercial frustrada.

#### **d. No se trató de un hecho objetivo, real y serio**

Sin perjuicio de lo que se dirá más adelante, la proposición formulada por Andrónico Luksic y otros personeros de Quiñenco S. A. no reviste en derecho el carácter de un hecho (información) objetivo, real y serio.

En efecto, no es **un hecho objetivo**, porque todo lo informado se consideró en un contexto eventual, unido a otras proposiciones contradictorias o subsidiarias. Se informó sobre la intención de dejar de ser un accionista pasivo e integrarse a la administración del Banco de Chile; se manifestó el propósito de adquirir mediante una OPA un 8% del caudal accionario, lo cual era **compatible con el aumento paralelo de acciones por parte del “pacto controlador”**; se pidió que en el nuevo escenario se reconociera al “grupo Luksic” dos directores; se ofreció la fusión del Banco de A. Edwards con el Banco de Chile; se planteó, además, la posibilidad de que Quiñenco S. A. se incorporara al “pacto controlador”. En suma, no se trató de comunicar un hecho objetivo, concreto, sino

un abanico de posibilidades que debían considerarse en el contexto de una negociación.

Tampoco podría considerarse como **un hecho real**, ya que no existía entonces un acuerdo del directorio de Quiñenco S. A., sino una mera proposición que no había sido discutida ni aprobada. Tan efectivo es el hecho de que nos hallamos en presencia de una “negociación comercial”, que fue el mismo directorio el que antes de decidir estimó pertinente conversar con representantes del “pacto controlador” para provocar un acuerdo. Se trató, por consiguiente, de una típica tratativa comercial que podía o no concretarse, cuyos contornos y contenido no estaban definidos y que ponía en peligro la posición del “grupo controlador”. Si una persona manifiesta su “intención” de adquirir acciones para lograr el control de una sociedad, ¿tiene esta información el carácter de privilegiada y quien hace uso de ella infringe la ley? Tanto más evidente es su naturaleza, si se tiene en consideración que quienes traspasaron esta noticia advirtieron que no había acuerdo de directorio y nada exigieron sobre la confidencialidad y reserva de la información. En este contexto, no puede sostenerse que se trataba de un hecho real que dio origen a una información confidencial y que inhabilitó a los miembros del “pacto de control” para adoptar las medidas que estimaran conveniente en defensa de sus derechos y posiciones.

Por último, no puede estimarse **que se estaba ante un hecho serio**, en cuanto era inminente e irreversible. A la inversa, el hecho de que la proposición fuera múltiple, que la adquisición de acciones estuviera inserta entre todas ellas, que se trataba de abrir una negociación comercial, que el directorio de Quiñenco S. A. no se hubiera pronunciado, que se consideraba un riesgo que un competidor (Banco de A. Edwards) designara dos directores en el Banco de Chile y demás circunstancias, no permitía descubrir cuál sería el curso final de esta negociación y sus alcances. Todos estos hechos corresponden rigurosamente a lo que consta del proceso y debieron ser considerados por la Corte Suprema.

#### **e. Ausencia de reproche subjetivo a los presuntos infractores**

Por último, haciéndonos eco de lo manifestado precedentemente en relación a la naturaleza del ilícito gubernativo (como lo denominan los autores) y la exigencia de que concurren en él los elementos esenciales del ilícito penal (entre ellos la culpabilidad), forzoso resulta reconocer que sólo puede darse esta figura cuando existe dolo o culpa y la infracción está descrita (tipificada) en la ley. De los antecedentes que se señalan en ambas sentencias (de primera instancia y de casación) se concluye que no hubo por parte de los sancionados la intención de aprovecharse de la proposición formulada por un accionista, y que su conducta estuvo orientada por el legítimo interés de defender sus derechos como integrantes del “pacto de control”. Para aplicar la sanción, la

Corte Suprema debió configurar un “**ilícito objetivo**” que echa por tierra toda la doctrina y jurisprudencia comentada con antelación.

En suma, no concurrió en la especie **ninguna de las exigencias legales que configuran copulativamente una información privilegiada**. La interpretación que la Corte Suprema da a los artículos 164, 165 y 166 de la Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores, no se compadece con las exigencias mínimas de una hermenéutica elemental. Bastaba considerar los elementos que contiene cada una de las disposiciones comentadas para descubrir que lo ocurrido no se ajusta en absoluto a la conducta que describe la ley. Lo anterior cobra mayor importancia, atendido el hecho de que la sentencia de primera instancia, confirmada por la Corte de Apelaciones, se hace cargo de cada uno de estos tópicos, analizando detenidamente la situación y exonerando a los demandantes de responsabilidad, todo lo cual evidencia la ausencia de un análisis más detallado por parte de la Corte Suprema.

#### **IV. La defensa de la Superintendencia de Valores y Seguros**

El organismo administrativo sostuvo que el mercado “sólo funciona eficientemente cuando la información disponible sobre un título se internaliza e incorpora rápidamente a su precio”. Lo señalado puede ser efectivo, pero ello no implica ni remotamente que toda información que pueda influir en la cotización de los valores emitidos tenga carácter de privilegiada por sí misma, o que imponga un deber de lealtad, confidencialidad y reserva a quien tiene acceso a ella por una fuente diversa del emisor.

Se destacan, enseguida, “los grandes pilares que permiten el funcionamiento eficiente del mercado de valores”. A este respecto llama la atención que no se mencione la “buena fe”, la “libertad contractual”, los “fines o intención de la ley”, el “carácter y naturaleza del ilícito gubernativo”, etcétera. En relación a la “información plena”, es de destacar que ella está referida a la obligación de los agentes que hacen oferta pública de valores de entregar todos los antecedentes relevantes respecto de sí mismos, pero no a quienes son titulares de dichos valores, los cuales sólo tienen la obligación de no divulgar aquello que la ley exige.

En relación con el “concepto de información privilegiada” en su aspecto general, las insuficiencias en que incurre la Superintendencia son patentes. No se considera ninguno de los requisitos analizados en lo precedente, ni su origen, ni los cauces a través de los cuales puede haberse accedido a ella, ni la vinculación fiduciaria entre el ente emisor y quien utiliza la información privilegiada, ni su objetividad, realidad y seriedad, ni el reproche subjetivo que supone la

infracción. El esfuerzo del organismo público apunta a **objetivizar** la conducta de modo de crear una especie de presunción de derecho en perjuicio del sancionado. En ese orden de cosas, se omite toda alusión al hecho de que el ilícito castigado administrativamente debe respetar los principios básicos de toda infracción penal, ya que se trata del ejercicio de la potestad sancionatoria de la Administración (*ius puniendi*).

Llama poderosamente la atención la afirmación de la Superintendencia en el sentido que el perjuicio patrimonial existió y que éste se deriva de haber forzado al "grupo Luksic" a una negociación directa por la venta del paquete controlador al precio de \$ 60 por acción, parte de las cuales habían sido adquiridas antes en \$ 50. Lo anterior, como se señaló en lo precedente, no parece ser efectivo, ya que la transferencia del "paquete controlador" sólo se planteó una vez fracasada la maniobra comercial planteada por Andrónico Luksic a los personeros del "grupo Penta" y que hizo abortar la OPA propuesta al directorio de Quiñenco S. A. por el indicado Andrónico Luksic. Así las cosas, ha debido advertirse que no hay una relación causal necesaria entre la venta del "paquete de control" y las proposiciones originalmente formuladas a los miembros del "pacto controlador". Esta cuestión, creemos nosotros, es fundamental para calificar la licitud de la conducta de los sancionados.

Con todo, lo preocupante, reiteramos, es el esfuerzo que se hizo para llevar a la Corte Suprema a dos conclusiones: primero, que este tipo de información es, por sí misma, privilegiada, generándose una responsabilidad penal administrativa objetiva, lo cual equivale a una presunción de derecho de responsabilidad que repugna, incluso, principios y garantías constitucionales (artículo 19 N° 3 inciso 6° de la Carta Política); y, segundo, que el factor determinante para la calificación de la información privilegiada debe ser su aptitud para afectar la cotización del valor en el mercado y la falta de publicidad y difusión de la misma. Ambas conclusiones son absolutamente insuficientes para calificar la información privilegiada y aplicar la sanción que ratificó el tribunal de casación, como ha quedado demostrado en lo precedente. Las normas legales en juego parecen ser muchísimo más complejas y exigían, creemos nosotros, un estudio detenido que fijara los parámetros de este instituto hacia el futuro.

## **V. La sentencia de casación**

Es bien poco lo que puede decirse de la sentencia de casación, la cual contrasta con la pronunciada por el tribunal de primera instancia confirmada por la Corte de Apelaciones. Esta última se hace cargo de la mayor parte de los argumentos planteados por las partes y los resuelve, a nuestro parecer, correctamente.

La sentencia pronunciada por la Corte Suprema, luego de describir pormenorizadamente las causales de casación en el fondo invocadas por la Superintendencia de Valores, de transcribir íntegramente el texto de las disposiciones legales que incidían en el recurso y describir los “hechos que configuran la infracción que motivó la multa reclamada”, afirma que corresponde “analizar ahora la información calificada propiamente tal, debiendo destacarse, en primer lugar, que lo que realmente importa para calificar como privilegiada una información en este ámbito es su aptitud para afectar la cotización del valor en el mercado, como asimismo su falta de difusión y publicidad” (considerando 19°). Como puede observarse, el Tribunal Supremo recoge el planteamiento de la Superintendencia, con todas las insuficiencias que éste presenta. Más adelante, se pone acento en el uso del pronombre indeterminado “cualquier” o “cualquiera” en el texto del artículo 165 incisos 1° y 2° de la Ley N° 18.045, a fin de darle un amplísimo ámbito de aplicación (considerandos 20° y 21°). Finalmente, se califican las proposiciones que Andrónico Luksic formuló a los personeros del “grupo Penta” como “negocios de Quiñenco S. A.” (en circunstancias que se trató de una serie de proposiciones que integraban toda una estrategia negocial) y que la “operación de compra realizada por el “grupo Penta”, al cual éstos (los sancionados) pertenecen, forzó al Grupo Luksic a negociar directamente la venta del paquete de control por el cual recibieron \$ 60 por acción, parte de las mismas que antes había adquirido en \$ 50 (olvidándose que el llamado “grupo Penta” no compró acciones, sino que fue el “grupo Consorcio”, y que la transferencia posterior del paquete del “pacto” implicaba el traspaso del control del Banco de Chile), como quedó explicado en lo precedente (considerando 24°).

## VI. Conclusiones

Como puede constatarse, las cuestiones más trascendentes quedaron olvidadas, las mismas que habían sido analizadas y ponderadas en la sentencia anulada.

Desperdió la Corte Suprema una buena oportunidad para analizar y fijar la posición del Tribunal de Casación en relación, especialmente, a la recta interpretación de los artículos 164 y 165 de la Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores, que seguirán presentes constantemente en el tráfico comercial. Asimismo, eludió plantearse el alcance del *ius puniendi* que corresponde a la Administración y las exigencias mínimas que conlleva su ejercicio.

Por último, y quizás sea esto lo más desalentador, es la incorporación de una especie de “**responsabilidad objetiva**” respecto de toda información que tenga “la aptitud para afectar la cotización del valor en el mercado, como asi-

mismo su falta de difusión y publicidad". Creemos nosotros que la información privilegiada en nuestra legislación es mucho más que esto, está integrada por elementos objetivos y subjetivos, exige un vínculo fiduciario entre quien genera y quien utiliza indebidamente la información y excluye el conocimiento de meras intenciones cuando ellas, además, se insertan en una estrategia comercial, como ocurrió en este caso. Más aún, la sanción impuesta en la ley se justifica por el quebrantamiento de un deber de lealtad, fidelidad y reserva que sólo pueda estar asentado en una relación fiduciaria entre el emisor de valores y el infractor. No tiene sentido la imposición de un deber general que no obedece ni corresponde a una relación previa que se trata de afianzar y resguardar.

Esperamos que esta jurisprudencia se enmiende en el futuro, porque ella afecta la autonomía privada, la libertad contractual y los principios de tipicidad y culpabilidad aludidos en las páginas precedentes.