

A propósito de una sentencia sobre uso de información privilegiada

COMENTARIO:

Francisco Pfeffer Urquiaga

Profesor Titular de Legislación Económica

Facultad de Derecho

UNIVERSIDAD DEL DESARROLLO

“Santiago, veintisiete de octubre del año dos mil cinco.

Vistos: En estos autos rol N° 4930-04 la demandada, Superintendencia de Valores y Seguros, interpuso recurso de casación en el fondo contra la sentencia pronunciada por la Corte de Apelaciones de Santiago, que confirmó la de primera instancia, del Vigésimo Juzgado Civil de la misma ciudad. El fallo de primer grado acogió la reclamación de multa y, en consecuencia, dejó sin efecto en todas sus partes la Resolución Exenta N° 166, de 08 de mayo del año 2001, dictada por la Superintendencia de Valores y Seguros, por infracción al artículo 165 de la Ley N° 18.045. En ella se aplicó a los Sres. (7 en total)... por la infracción cometida, una multa de 1.000 Unidades de Fomento, a cada uno, pagaderas en su equivalente en pesos a la fecha de su pago efectivo, con costas. Se trajeron los autos en relación. Considerando:

1°) Que el recurso consigna que el tribunal determinó, en su sentencia, que los reclamantes no son responsables de la infracción al artículo 165 de la Ley N° 18.045, imputada por la Superintendencia de Valores y Seguros, ello en virtud de las razones que se expresan en el aludido fallo. Denuncia que al decidir en esa forma se infringieron los artículos 164 inciso 1° y 2° y 165 de la Ley N° 18.045; 19, 20, 21 y 22 inciso 1° del Código Civil, ello por la incorrecta aplicación e interpretación de la ley antes mencionada, pues, pese a que los reclamantes hicieron un uso indebido de información privilegiada, incurriendo en conductas prohibidas por la precitada ley, fueron absueltos del pago de la multa por la sentencia de primer grado, la que fue íntegramente confirmada por la de segundo;

2°) Que un primer grupo de infracciones lo hace consistir en la vulneración de las normas anotadas precedentemente, dado que al interpretarlas y aplicarlas incorrectamente, se efectuaron confusas consideraciones sobre los requisitos que deben concurrir para que la información califique como privilegiada, y además por

exigir requisitos no contemplados en la ley, todo lo cual llevó a los sentenciadores a acoger la reclamación de autos. Explicando la forma en que se habría producido esta primera infracción, apunta que la sentencia establece como requisito para calificar de privilegiada a la información, la exigencia de que ella sólo consista en un hecho consumado, descartando en consecuencia que pueda llegar a calificar como tal el conocimiento que se tenga sobre la intención de un agente de mercado. Sin embargo, ocurre que ni el inciso 1° ni el inciso 2° del artículo 164 de la Ley N° 18.045 excluyen la intención como una forma en que se pueda presentar y manifestar la información privilegiada; tal es así que la norma legal en comento habla que cualquiera información... puede llegar a ser privilegiada. Para que ello ocurra debe tratarse de información no pública o no divulgada al mercado y que por su entidad, importancia o significación, tenga la aptitud causal, por sí sola, de afectar, alterar, incidir o modificar sensible o fácilmente el precio de una acción en el mercado;

3°) Que, asimismo, agrega, se infringen también por errónea aplicación e interpretación de ley, los incisos 1° y 2° del artículo 164 de la Ley N° 18.045, el inciso 1° del artículo 19 y los artículos 20 y 21 del Código Civil, pues la sentencia estima que los hechos establecidos en el proceso son insuficientes para tener por configurados los requisitos exigidos por la ley para calificar de privilegiada la información. Pormenorizando la forma en que se habría configurado este aspecto de la infracción, indica, en síntesis, que los hechos establecidos en el proceso permiten calificar a la información-intención comunicada por el Grupo Luksic a los reclamantes de precisa, real, concreta e idónea, de manera que pudo influir en la cotización de los valores emitidos, como de hecho ocurrió. Tanto es así, añade, que la información que recibieron los reclamantes del señor Andrónico Luksic Craig, la entendieron como una amenaza cierta, efectiva y real al control precario que ejercían en el Banco de Chile, por lo que acordaron, a partir de su conocimiento, comprar acciones del aludido Banco al mismo precio que el Grupo Luksic había dicho que compraría. Expuesto de otro modo, la información que los reclamantes recibieron del Sr. Luksic condicionó, determinó y definió su conducta posterior;

4°) Que el recurso denuncia, como un segundo grupo de errores de derecho, la infracción de los mismos preceptos legales ya mencionados, y lo funda ahora en el hecho que se ha desconocido el principio que subyace como bien jurídico protegido en el concepto de información privilegiada y en la prohibición de su utilización indebida a que se refieren los incisos 1° y 2° del artículo 165 de la Ley N° 18.045. Explicando la forma en que se han producido estos errores de derecho sostiene que ello se produce desde el momento en que la sentencia impugnada, no obstante reconocer que el principio de igualdad es el que se protege con la norma que prohíbe el uso de información privilegiada, no declara, a partir de los hechos establecidos en el proceso, la desigualdad que se produjo entre los reclamantes y los inversores que realizaron operaciones de compraventa de acciones el día 04

de diciembre de 2000. Prosigue que, de haberse aplicado correctamente el artículo 165 de la Ley N° 18.045, respetando el principio de igualdad que subyace como bien jurídico protegido en la normativa que prohíbe el uso de información privilegiada y que la propia sentencia reconoce, los tres grupos de agentes involucrados en la operación debieron haber actuado y tomado sus decisiones de inversión o desinversión con el mismo nivel y grado de información; sin embargo, de la relación de hechos asentados en el proceso resulta claro que ello no fue así, por el contrario, existió una notoria desigualdad;

5°) Que, igualmente, en el recurso se sostiene que la infracción a la normativa ya citada se produce desde el momento que la sentencia establece una exigencia no pedida en la ley para sancionar el uso indebido de información privilegiada, como la de exigir que el emisor de esa información se encuentre en una relación fiduciaria con la fuente de la misma, en que predominan los deberes de honestidad, fidelidad y silencio. Explaya que si bien es cierto que los deberes de honestidad y fidelidad están presentes como expresiones generales de la buena fe con que se debe actuar en el mundo de los negocios, no es efectivo que la ley chilena exija una relación fiduciaria entre la fuente de la información y el autor de la conducta para configurar el ilícito de uso de información privilegiada. Ello pues tanto el artículo 164 como el 165 de la ley antes referida utilizan las expresiones cualquier información el primero y cualquier persona el segundo. El pronombre cualquier en la primera acepción que le da el Diccionario de la Real Academia Española, significa una persona indeterminada, alguno, sea el que fuere. Así, para que cualquier persona pueda acceder a cualquier información sobre el emisor, sus negocios o sus valores, la ley sólo exige que ello se materialice mediante el ejercicio de un cargo, por la utilización de una posición, por el desempeño de una actividad o por la relación que se tenga con la fuente de la información. En suma, no exige la ley una relación fiduciaria entre la fuente de la información y el sujeto que accede a ella; no obstante ello, el sentenciador sí lo exigió, extendiendo indebidamente el precepto legal en estudio. Continúa, de no haber tenido los reclamantes la posición de pacto controlador del Banco de Chile, del que a su vez el Grupo Luksic era accionista mayoritario, es obvio que no habría habido relación ni actividad entre los reclamantes y el Sr. Luksic, y la información no habría fluido hacia aquellos ni tampoco la hubieren conocido;

6°) El recurso agrega que, debido a la incorrecta aplicación e interpretación de las normas que se dieron por vulneradas, la sentencia propugna como requisito para calificar de privilegiada a la información y para configurar la infracción por uso indebido de la misma, la exigencia de cierta intencionalidad, dolo o culpa en el autor de la conducta. Se alega, asimismo, que si bien nada de ilícito hubo en la pretensión de los reclamantes de defender su posición de pacto controlador, el ilícito se cometió por el medio utilizado, el que les estaba prohibido en función de su conocimiento de información privilegiada. Tampoco hubo ilicitud en la decisión

del Grupo Luksic de abandonar el supuesto sobreentendido existente en cuanto a que su inversión en el Banco de Chile era pasiva y meramente financiera. Pero si optaron por defender su posición de pacto controlador a partir del conocimiento de la información de que el Grupo Luksic abandonaba su condición de inversionista pasivo en esa entidad bancaria, sí violaron el deber de conducta que la Ley les imponía;

7º) Que, anota que otro error de derecho consistiría en la conclusión a que arriban los sentenciadores desde el momento en que el fallo concluye que si la información no era privilegiada para quienes la comunicaron, tampoco lo pudo ser para quienes la recibieron. En suma, dice el recurrente, la interpretación restrictiva y condicionada a requisitos no exigidos por la ley que la sentencia impugnada hace de la normativa sobre uso de información privilegiada, equivale prácticamente a derogar el título respectivo de la Ley de Mercado de Valores; Al consignar la forma en que este error de derecho habría influido sustancialmente en lo dispositivo del fallo, destaca que si la sentencia de segunda instancia hubiere aplicado correctamente los preceptos examinados, debió haber concluido que en la operación cuestionada y sancionada por la Superintendencia de Valores en la Resolución reclamada, se infringieron las normas legales tantas veces citadas;

8º) Que como un tercer grupo de infracciones legales se estampa la vulneración de los artículos 1700, 1702, 1706 y 1713 del Código Civil, y artículos 342 N°s 2 y 3, 346 N° 3, 398, 399 y 400 del Código de Procedimiento Civil, en relación con los incisos 1º y 2º de los artículos 164, y 165, ambos de la Ley N° 18.045; todos ellos en relación con los artículos 19 inciso 1º, 20, 21 y 22 inciso 1º del Código Civil. Mediante estas infracciones se habrían violado las leyes reguladoras de la prueba, apreciando el valor de la prueba rendida de un modo diverso a aquel previsto en la ley. Explicando la forma en que se habrían quebrantado tales normas, se señala, en resumen, que en el considerando N° 11 de la sentencia de primer grado se afirma que la información debe ser precisa, real, concreta e idónea, de manera que pueda influir en la cotización de los valores emitidos, para así poder calificarla dentro del concepto del artículo 164 de la Ley N° 18.045, añadiéndose que, en la especie, la información-intención comunicada por el Grupo Luksic a los reclamantes no reuniría tales requisitos, razón por la cual no cabe calificarla como información privilegiada, ni sancionar su uso indebido. Refiere el recurso que son los propios reclamantes los que reconocen y confiesan en su libelo lo precisa, real, concreta e idónea para afectar el precio de un título en el mercado que fue la información-intención que conocieron del Grupo Luksic. Al no valorar tal reconocimiento conforme lo ordena la norma del artículo 1713 del Código Civil en relación con los artículos 398, 399 y 400 del Código de Procedimiento Civil, ha dejado de aplicar estas disposiciones, infringiéndolas. Agrega que por una incorrecta aplicación e interpretación de ley, se han infringido las leyes reguladoras de la prueba indicadas, lo que ha impedido que, a partir de la prueba rendida en el

proceso, se aprecie legalmente su mérito probatorio y se tengan por cumplidos los requisitos que la ley exige para calificar de privilegiada a la información-intención comunicada a los reclamantes. Analizando la forma en que este grupo de errores de derecho habría influido sustancialmente en lo dispositivo del fallo, señala que de haberse aplicado correctamente las leyes reguladoras de la prueba mentadas, la sentencia objetada habría tenido por acreditados los requisitos exigidos por el artículo 164 de la Ley N° 18.045 para calificar como privilegiada a la información comunicada por el Grupo Luksic a los reclamantes. De igual modo, debió tener por acreditado que los reclamantes accedieron a la información privilegiada por la posición que ocupaban y por la relación y actividad que tal posición les permitió mantener con el Grupo Luksic, razón por la cual la utilización de la información que les fue comunicada por detentar esa posición, importó violar el deber de conducta exigible de conformidad al artículo 165 de la Ley tantas veces aludida;

9º) Que, finalmente, como un cuarto grupo de infracciones, el recurso denuncia la vulneración de los artículos 2º de la Ley N° 18.045; 3º letras a) y g); 4º inciso 1º, 10 letra f) y 28 N° 2 e inciso 2º, todos del Decreto Ley N° 3.538, Orgánico de la Superintendencia de Valores y Seguros, en relación con los incisos 1º y 2º del artículo 164 y del artículo 165, ambos de la Ley N° 18.045 y con los artículos 19 inciso 1º, 20, 21 y 22 inciso 1º del Código Civil. Luego de transcribirse en el recurso las primeras normas legales que se dicen quebrantadas, se sostiene que al haber estimado los sentenciadores que la intención de un agente de mercado que no consta por escrito en un acuerdo de directorio no puede ser real, seria, precisa, concreta, idónea ni capaz de afectar la cotización de un valor en el mercado, además de infringir por incorrecta interpretación y aplicación de ley el artículo 164 de la Ley N° 18.045, deja de aplicar, infringiéndolos, el artículo 164 de la Ley N° 18.045, como asimismo las otras normas legales recién indicadas, preceptos que otorgan a la Superintendencia de Valores y Seguros la facultad para sancionar la infracción del citado artículo 164. De igual modo, al haber estimado que el artículo 165 de la ley tantas veces mencionada requiere de una relación fiduciaria entre la fuente de la información y quien utiliza de ella para configurar su infracción, como asimismo, al haber estimado que la norma citada exige cierta intencionalidad en el agente autor de la conducta, además de infringir por incorrecta aplicación e interpretación el artículo 165 de la Ley N° 18.045, deja de aplicar, infringiéndolos, el resto de los preceptos anotados como infringidos en este capítulo de la casación. Termina el recurso resaltando que de haberse aplicado e interpretado correctamente los incisos 1º y 2º del artículo 164 y el artículo 165, ambos de la Ley N° 18.045, en relación con las normas consignadas del Código Civil, la sentencia impugnada debió haber confirmado la Resolución N° 166, dictada por la Superintendencia de Valores y Seguros, ya que sólo así habría aplicado el artículo 2º de la Ley N° 18.045, 3º letras a) y g), 4º inciso 1º, 10 letra f) y 28 N° 2 e inciso 2º, todos del Decreto Ley N° 3.538, que precisamente reconocen a la Superintendencia de Valores y Seguros la facultad para sancionar la infracción

de los preceptos legales colocados bajo su resguardo. Por consiguiente, en vez de haber acogido la demanda de reclamación, debió haberla rechazado, confirmando en todas sus partes la Resolución Exenta N° 166, de 08 de mayo del año 2001;

10°) Que para una mejor comprensión de los reproches formulados en el recurso de casación en el fondo, resulta conveniente remarcar que los reclamantes de autos fueron sancionados, según ya quedó expresado, mediante Resolución N° 166, de 08 de mayo de 2001, de acuerdo con su decisión primera, al pago de una multa de 1.000 Unidades de Fomento cada uno de ellos, por la infracción al artículo 165 de la Ley N° 18.045. En el considerando 11° de la referida Resolución, la Superintendencia de Valores y Seguros se concluyó que las conductas descritas en los considerandos 7° y 8° constituyen una infracción a lo dispuesto en el artículo 165 de la Ley N° 18.045, por cuanto las personas señaladas en el considerando 7°, todas vinculadas a grupos que forman parte del pacto controlador del Banco de Chile, dispusieron adquirir las acciones antes indicadas, a través de un miembro del pacto, con conocimiento de la información señalada en los considerandos 5° y 6° con el fin de consolidar su posición de controlador, infringiendo la prohibición de adquirir los valores sobre los cuales se posee información privilegiada;

11°) Que las personas sancionadas dedujeron el presente reclamo en conformidad a lo dispuesto en el artículo 30 del Decreto Ley N° 3.538, texto legal que creó a la Superintendencia de Valores y Seguros. De acuerdo con el inciso segundo de dicho precepto, el afectado podrá reclamar de la aplicación de la multa o de su monto ante el juez de letras en lo civil que corresponda, dentro del plazo de diez días de indicado en el inciso anterior, previa consignación del... El siguiente inciso añade que deducida oportunamente la reclamación, se suspenderá el plazo establecido para el pago de la multa, sin perjuicio que los intereses a que se refiere el artículo 34, se devenguen desde el... En todo caso, la notificación de la demanda deberá practicarse por cédula conforme a lo dispuesto en el artículo 44 del Código de Procedimiento Civil, dentro de los diez días hábiles siguientes de vencido el plazo para su interposición. El inciso cuarto dispone que la reclamación se resolverá en juicio sumario y su sentencia podrá ser apelada;

12°) Que el juicio sumario, bajo el título de Procedimiento Sumario, está reglamentado en el Título XI del Libro III del Código de Procedimiento Civil, donde se contempla el procedimiento que debe seguirse y, en cuanto a la prueba, se determina que se rendirá en el plazo y forma establecidos para los incidentes. En esta última materia, se prescribe un término de ocho días para rendirla, debiendo en los dos primeros acompañar, las partes, una nómina de los testigos de que piensen valerse;

13°) Que, igualmente, para el debido análisis de los planteamientos del recurso, resulta necesario transcribir las disposiciones invocadas, para luego consignar los

hechos que se imputaron a los reclamantes por la Superintendencia de Valores y los hechos de la causa, esto es, aquellos que dieron por establecidos los jueces del fondo en su sentencia y que son inamovibles para la Corte de Casación, con la salvedad de que en su establecimiento se hayan vulnerado leyes reguladoras de la prueba. En primer lugar, el artículo 164 del precitado texto legal dispone que: "Para los efectos de esta ley, se entiende por información privilegiada cualquier información referida a uno o varios emisores de valores, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos, no divulgada al mercado y cuyo conocimiento, por su naturaleza, sea capaz de influir en la cotización de los valores emitidos, como asimismo la información reservada a la que se refiere el artículo 10 de esta ley". "También se entenderá por información privilegiada, la que se tiene de las operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores. El siguiente precepto, el artículo 165, prescribe que "Cualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación tenga acceso a información privilegiada, 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". "Asimismo, se les prohíbe valerse de la información privilegiada para obtener beneficios o evitar pérdidas, mediante cualquier tipo de operación con los valores a que ella se refiera o con instrumentos cuya rentabilidad esté determinada por esos valores. Igualmente se abstendrán de comunicar dicha información a terceros o de recomendar la adquisición o enajenación de los valores citados, velando para que esto tampoco ocurra a través de subordinados o terceros de su confianza". "No obstante lo dispuesto precedentemente, los intermediarios de valores que tengan la información privilegiada a que se refiere el artículo anterior, podrán hacer operaciones respecto de los valores a que ella se refiere, por cuenta de terceros no relacionados a ellos, siempre que la orden y las condiciones específicas de la operación provengan del cliente, sin asesoría ni recomendación del corredor". "Para los efectos del inciso segundo de este artículo, las transacciones se entenderán realizadas en la fecha en que se efectúe la adquisición o enajenación, con independencia de la fecha en que se registren en el emisor. Finalmente, el artículo 10 previene que las entidades inscritas en el Registro de Valores quedarán sujetas a esta ley y a sus normas complementarias y deberán proporcionar a la Superintendencia y al público en general la misma información a que están obligadas las sociedades anónimas abiertas y con la periodicidad, publicidad y en la forma que se exige a éstas". "Asimismo, y sin perjuicio de lo dispuesto en el inciso anterior, las entidades comprendidas en él deberán divulgar en forma veraz, suficiente y oportuna, todo hecho o información esencial respecto de ellas mismas y de sus negocios al momento que él ocurra o llegue a su conocimiento". "No obstante lo dispuesto en el inciso anterior, con la aprobación de las tres cuartas partes de los directores en ejercicio podrá darse el carácter de reservado a ciertos hechos o antecedentes que se refieran a negociaciones aún pendientes que al conocerse puedan perjudicar el interés social. Tratándose de emisores no administrados por

un directorio u otro órgano colegiado, la decisión de reserva debe ser tomada por todos los administradores". "Las decisiones y acuerdos a que se refiere el inciso anterior deberán ser comunicados a la Superintendencia el día siguiente hábil a su adopción. "Los que dolosa o culpablemente califiquen o concurran con su voto favorable a declarar como reservado un hecho o antecedente, de aquellos a que se refiere el inciso tercero de este artículo, responderán en la forma y términos establecidos en el artículo 55 de esta ley";

14º) Que, en síntesis, en la Resolución reclamada en estos autos, la Superintendencia de Valores y Seguros les reprocha a los sancionados el haber adquirido valores sobre los cuales se les atribuye haber poseído información privilegiada, la que consistiría en haber conocido la intención de Quiñenco S. A. de adquirir un 8% del Banco de Chile a un precio referencial de \$50 por las acciones serie B), transmitida por Andrónico Luksic a.....(dos señores miembros del Grupo XX, parte del pacto de control del Banco) en la reunión celebrada el 01 de diciembre de 2000, a la que asistieron además Francisco Pérez, gerente general de Quiñenco S. A. y Leonidas Vial, corredor de la Bolsa de Comercio de Santiago. Se agrega que las compras señaladas fueron efectuadas teniendo información relativa a la intención de la Sociedad Quiñenco S. A., información que a esa fecha no era pública, no estaba a disposición del mercado y que por su naturaleza era capaz de influir en la cotización de los respectivos valores;

15º) Que la situación anterior es la realidad de facto contenida en la resolución que impuso la multa reclamada. Por su parte, el fallo de primer grado establece que conforme a la definición que sobre información privilegiada da el artículo 164 de la Ley N° 18.045, se concluye que dicho concepto involucra a una cierta clase de comunicación que permite ampliar el conocimiento que se tiene sobre una determinada materia y no sobre una eventual intención, la que debe ser ignorada por la mayoría de los inversionistas, la que además debe ser precisa, real, concreta e idónea, de manera que pueda influir en la cotización de los valores emitidos. Asimismo, añade, se exige que el emisor de esa información se encuentre en una relación fiduciaria en que predominen los deberes de honestidad, fidelidad y silencio. Agrega el fallo de primer grado que del tenor del artículo 164 de la Ley N° 18.045 se desprende que es necesaria la existencia de cierta intencionalidad, esto es, que concurra un elemento subjetivo para poder imputar responsabilidad, ya que no se podría prescindir de la naturaleza o del carácter de la relación entre el origen de la información y quien la utiliza, es decir, se aprovecha de la misma y, por ello, no puede desconocerse el quebrantamiento del deber de lealtad y silencio. Prosigue que no puede presumirse la existencia de dolo, como lo ha hecho la reclamada al otorgarle el carácter objetivo a las infracciones al artículo 165 de la Ley de Mercado de Valores. Por todo lo anterior, la sentencia concluye sustentando que la información sobre la que versan estos autos no fue precisa, real ni determinada, al no existir una voluntad claramente manifestada por parte de la

Sociedad Quiñenco S. A. en orden a comprar el 8% de las acciones del Banco de Chile a un precio determinado, unido al hecho de que no habría existido acuerdo al respecto, sino sólo el planteamiento de un director y la intención de estudiar la propuesta del señor Luksic por parte de la Junta Extraordinaria a la que le efectuó la propuesta. Termina señalando dicho fallo que a los sancionados no les era aplicable la norma prohibitiva del artículo 165 de la Ley N° 18.045, en atención a los roles que éstos desempeñaban, y que ellos no observaron en sus conductas una acción engañosa, tendiente a producir un efecto nocivo a los supuestamente afectados;

16°) Que, comenzando ahora el análisis del recurso de casación de fondo, recogido en sus secciones principales en los motivos que preceden, tocante al primer capítulo que, como ya quedó expuesto, se refiere a una supuesta vulneración de los artículos 164 incisos 1° y 2° y 165 de la Ley N° 18.045; 19, 20, 21 y 22 inciso 1° del Código Civil, ello por la incorrecta aplicación e interpretación de dichas normas. Que, básicamente, en el recurso se ha reprochado a la sentencia impugnada el imponer requisitos para que la información califique como privilegiada, tal sería la exigencia de que ella sólo puede consistir en un hecho consumado, lo que no se encontraría contemplado en la ley, descartando que se pueda llegar a calificar como tal el conocimiento que se tenga sobre la intención de un agente de mercado;

17°) Que los hechos que configuran la infracción que motivó la multa reclamada están consignados en la resolución sancionatoria, los que pueden sintetizarse en lo siguiente: El directorio de Quiñenco S. A. celebró una sesión con fecha 01 de diciembre de 2000, en la cual don Andrónico Luksic Craig propuso que se realizara una oferta pública para comprar al menos un 8% del capital accionario del Banco de Chile (del cual Quiñenco era accionista), a un precio de \$50 por acción, previa conversación con los miembros del pacto controlador de dicha entidad bancaria, a la sazón, el Grupo XX, del cual formaban parte los demandantes de autos, por lo cual, ese mismo día se lo comunicaron a los demandantes Sres.(dos miembros del Grupo XX), quienes, ante ello, solicitaron plazo hasta el lunes 04 de diciembre para emitir un pronunciamiento al respecto, plazo que fue aceptado por los oferentes, por lo que ambas partes decidieron reunirse el día 05 de diciembre. Sin embargo, anticipándose a todo ello, el día domingo 03 de diciembre de ese año 2000, se reunieron los señores (siete en total), todos ellos vinculados al Grupo XX, controlador del Banco de Chile, y procedieron a analizar la información que les fuera proporcionada por don Andrónico Luksic C., decidiendo comprar acciones de dicho Banco el día lunes 04 de diciembre, lo que efectivamente hicieron ese día. En efecto, a través de la Compañía compraron 54.355.689 acciones serie B; 81.259 acciones serie E; 85.575 acciones serie A y 749.032 acciones serie D, adquisición que se hizo mayoritariamente a través de la Sociedad Corredores de Bolsa S. A. Sin embargo, por Resolución

Exenta N° 351 de esa misma fecha, la Superintendencia de Valores y Seguros suspendió absolutamente la oferta, cotización y transacción de las acciones del Banco de Chile, a contar de las 15.59 horas de ese día y hasta las 12 horas del día 05 de diciembre de 2000;

18°) Que para determinar la licitud o ilicitud de la operación descrita precedentemente, resulta necesario examinar aspectos relacionados con la información recibida por los demandantes, si ésta tenía o no el carácter de privilegiada y el uso de la misma por los actores; como asimismo es necesario realizar un somero análisis al valor de la información, de cualquier tipo, en el campo accionario, y para dicho propósito debe señalarse si ella es básica para el correcto funcionamiento del mercado de valores, pues la información tiene directa incidencia en el precio de los instrumentos accionarios, puesto que si no existe información suficiente en el mercado o la que existe no se divulga, o sólo algunos de los inversores la conocen, sus decisiones de compra o de venta de acciones se adoptan con ventaja respecto del resto de ellos;

19°) Que, despejada así la importancia de la información en el mercado de valores, corresponde analizar ahora la información calificada propiamente tal, debiendo destacarse en primer lugar, que lo que realmente importa para clasificar 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. Que, en efecto, conforme a lo dispuesto en el artículo 164 de la Ley N° 18.045, debe entenderse por privilegiada cualquier información referida a uno o varios emisores de valores, a negocios de uno o varios emisores de valores o a uno o varios valores emitidos por emisores de valores, no divulgada al mercado, es decir, no divulgada públicamente a los inversores, y que su conocimiento sea capaz de influir en la cotización de los valores emitidos;

20°) Que, definido, entonces, lo que debe entenderse por información privilegiada, debe determinarse ahora cuándo el uso de la misma es indebido, que es precisamente lo que se les reprocha a los actores. Para ello resulta necesario aclarar que no cualquier conocimiento de información es reprochable, pues muchas veces resulta inevitable el conocimiento previo por pequeños grupos de inversores, de ciertas decisiones de compras o ventas de acciones, es más, ello ocurre con cierta habitualidad; sin embargo, lo censurable es el hecho de valerse, de servirse, de sacar provecho individual de la misma, sea obteniendo beneficios indebidos o evitando pérdidas económicas. Lo anterior es precisamente lo que tiende a evitar el artículo 165 incisos 1° y 2° de la Ley N° 18.045, ya transcrito precedentemente, norma que se refiere a cualquier persona... y a ...cualquier tipo de operación..., se realice directamente por el inversor que posea información privilegiada o bien, ...a través de subordinados o terceros de su confianza;

21º) *Que, dada la amplitud de la norma recién mencionada, su ámbito de aplicación es extenso y comprende a todas las personas que en razón de su cargo, posición, actividad o relación tengan acceso a información de carácter privilegiado; y al decir cualquier persona se involucra tanto a las personas naturales como a las jurídicas, pues el legislador no distinguió entre unas u otras. La norma en comento comprende la prohibición total de adquisición o venta para sí o para terceros de los valores respecto de los cuales se posea información privilegiada, y su incumplimiento trae como consecuencia la imposición de la sanción contemplada en la ley;*

22º) *Que en el caso específico materia de este juicio, cabe remarcar, tal como se señaló con anterioridad, a través de la conversación sostenida entre Andrónico Luksic Craig, Francisco Pérez Mackenna, Leonidas Vial, y los demandantes (dos miembros del Grupo XX), estos últimos tuvieron conocimiento de cualquier información atinente a los negocios de uno o varios emisores de valores o a uno o varios valores por ellos emitidos, concretamente, a ciertos negocios de Quiñenco S. A., a las acciones del Banco de Chile que esta sociedad poseía, y al valor de éstas en la oferta de compra que se lanzaría días después, información que no fue divulgada con anticipación al mercado, por lo que los actores, por esta última circunstancia, se encontraban en una situación de privilegio respecto de los demás inversores, lo que determinó, asimismo, un alza en el precio de dichas acciones, las que alcanzaron un valor de \$50;*

23º) *Que, acorde a lo reflexionado, la conducta de los demandantes encuadra dentro de las hipótesis propuestas por el artículo 165 de la Ley tantas veces citada, puesto que, en razón de ser (Grupo XX) el grupo controlador del Banco de Chile, don Andrónico Luksic Craig sostuvo una reunión con ellos y les informó, a nombre de Quiñenco S.A., que en los días inmediatamente posteriores, esta última entidad lanzaría una oferta pública de compra de acciones del Banco de Chile, por un valor de \$ 50 la acción, para incrementar así la posición que Quiñenco S.A. tenía entre los accionistas de dicho Banco. En esta perspectiva, pese a estar en posesión de información que revestía el carácter de privilegiada por lo explicado anteriormente, no cumplieron con la prohibición de utilizar en beneficio propio o de terceros relacionados tal información, sino que, por el contrario, recomendaron al Directorio la adquisición de las acciones ya referidas. Vale decir, se valieron y sirvieron indebidamente del conocimiento que poseían y la influencia que dicha información tendría sobre tales valores;*

24º) *Que, también es conducente resaltar que no están en lo cierto los demandantes cuando afirman que de su actuación no se habría derivado beneficio para ellos ni perjuicio para otras personas, ello por cuanto la operación de compra realizada por el Grupo (Grupo XX), al cual éstos pertenecen, forzó al Grupo Luksic a negociar directamente con ellos la venta del paquete de control y, varios días después, (Grupo XX), Grupo Controlador del Banco de Chile, vendió al*

Grupo Luksic todas sus acciones en el Banco de Chile, recibiendo \$ 60 por acción y, como se recordará, días antes las habían adquirido en \$ 50;

25º) Que tampoco tienen la razón los actores cuando sostienen que no habrían causado perjuicio alguno a terceros, puesto que su comportamiento implicó forzar el curso de los acontecimientos hacia su propia conveniencia, impidiendo que otros inversores pudieran participar, en igualdad de condiciones, de los beneficios de la operación ya descrita, resultando entonces agraviados estos últimos;

26º) Que, en conclusión, los actores utilizaron indebidamente el conocimiento que poseían respecto de la próxima compra de acciones por parte del Grupo Luksic, información esta que revestía el carácter de privilegiada, pues ella no había sido divulgada al mercado, por lo que no era pública ni de conocimiento del inversionista en general y representaba para quien la conociera una situación de privilegio que le imponía ciertos deberes de conducta, la que, por lo demás condicionó y determinó la actuación de aquellos, en términos tales que no habrían actuado de la manera que lo hicieron, de no haber conocido la aludida información y, finalmente, acreando como efecto que el precio bursátil aumentara a \$ 50 por acción;

27º) Que en armonía con todo lo anteriormente estampado se colige que, al desconocerse por los sentenciadores de segundo grado el carácter de privilegiada de la información de que dispusieron los demandantes al día 04 de diciembre de 2000, fecha en que se lanzó la oferta de compra de acciones por el Grupo Luksic, incurrieron en los errores de derecho que se han denunciado, especialmente de los artículos 164 y 165 de la Ley N° 18.045, sobre Mercado de Valores, con influencia sustancial en lo dispositivo del fallo impugnado; razón por la cual, el recurso de casación en el fondo deducido por la demandada debe ser acogido.

En conformidad, asimismo, con lo que disponen los artículos 764, 765 y 805 del Código de Procedimiento Civil, se declara que se acoge el recurso de casación en el fondo, interpuesto por la parte demandada, Superintendencia de Valores y Seguros, en lo principal de la presentación de fs. 904, contra la sentencia de siete de septiembre del año dos mil cuatro, escrita a fs. 901 de estos autos, la que por consiguiente es nula, y se la reemplaza por la que se dicta a continuación. Regístrese y devuélvase, con sus agregados.

Redacción a cargo del Ministro Sr. Yurac. Rol N° 4.930-2004. Pronunciado por la Tercera Sala, integrada por los Ministros Sr. Ricardo Gálvez; Sr. Domingo Yurac; Sr. Milton Juica y Srta. María Antonia Morales; y el Abogado Integrante Sr. José Fernández.

No firman el Sr. Gálvez y Srta. Morales, no obstante haber concurrido a la vista del recurso y acuerdo del fallo por estar ambos en comisión de servicios. Autorizado por el Secretario Sr. Carlos Meneses Pizarro."

“Santiago, veintisiete de octubre de dos mil cinco.

De conformidad con lo que dispone el artículo 785 del Código de Procedimiento Civil, se procede a dictar la siguiente sentencia de reemplazo.

Vistos: Se reproduce la sentencia en alzada, con excepción del párrafo final de su motivo undécimo, y sus fundamentos duodécimo y decimotercero, que se eliminan; Se reproducen, asimismo, los considerandos decimonoveno al vigésimo séptimo del fallo de casación que antecede. Y se tiene, además, presente:

Primero. Que el artículo 164 de la Ley N° 18.045, en lo que interesa en la especie, dispone que: Para los efectos de esta ley, se entiende por información privilegiada cualquier información referida a uno o varios emisores de valores, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos, no divulgada al mercado y cuyo conocimiento, por su naturaleza, sea capaz de influir en la cotización de los valores emitidos, como asimismo, la información reservada a la que se refiere el artículo 10 de esta ley...”;

Segundo. Que frente a la amplitud de la norma, debe concluirse que comprende a todas las personas que en razón de su cargo, posición, actividad o relación tengan acceso a información de carácter privilegiada; abarcando tanto a las personas naturales como a las jurídicas, estableciendo la prohibición total de adquisición o venta para sí o para terceros de los valores respecto de los cuales se posea información privilegiada, y su incumplimiento trae como consecuencia la imposición de las sanciones señaladas en la ley;

Tercero. Que en el actual caso materia de este juicio, debe señalarse que se encuentra acreditado que los demandantes tuvieron conocimiento de información concerniente a los negocios de Quiñenco S.A., concretamente, de la decisión de ésta en orden a comprar acciones del Banco de Chile, y al valor de éstas en la oferta de compra que se lanzaría días después, información que no fue divulgada con anticipación al mercado, vale decir, éstos se encontraban en una situación de privilegio respecto de los demás inversores y ello determinó, asimismo, un alza en el precio de dichas acciones;

Cuarto. Que, en consecuencia, la conducta de los demandantes se enmarca dentro de las hipótesis descritas por el artículo 165 de la Ley N° 18.045, puesto que, amparados en su calidad de miembros del grupo controlador del Banco de Chile, sostuvieron una reunión con don Andrónico Luksic, integrante del Grupo Quiñenco S.A., donde éste les proporcionó información en orden a que en los días inmediatamente posteriores, lanzarían una oferta de compra de acciones del Banco de Chile, por un valor de \$50 la acción, para incrementar así la posición que Quiñenco S.A. tenía entre los accionistas de dicho Banco;

Quinto. Que, pese a estar en posesión de información que revestía el carácter de privilegiada, los actores no cumplieron con la obligación de no utilizar en beneficio propio o de terceros relacionados tal información, sino que, por el contrario, recomendaron al Directorio la adquisición inmediata de las mentadas acciones. Vale decir, se sirvieron indebidamente del conocimiento que poseían sobre la compra de acciones que se realizaría días después, por lo que indudablemente incurrieron en la conducta reprochada en la Resolución N° 166, de 08 de mayo de 2001, reclamada en estos autos. De conformidad, asimismo, con lo que disponen los artículos 186, 187, 189 y 227 del Código de Procedimiento Civil: Se revoca la sentencia de veintinueve de agosto del año dos mil tres, escrita a fojas 662 y se declara que se rechaza, en todas sus partes, la demanda sobre reclamación deducida en lo principal de fs.55, manteniéndose la multa impuesta, sin costas, por haber tenido los actores motivos plausibles para litigar.

Regístrese y devuélvase con sus agregados. Redacción a cargo del Ministro Sr. Yurac. Rol N° 4.930-2004. Pronunciado por la Tercera Sala, integrada por los Ministros Sr. Ricardo Gálvez; Sr. Domingo Yurac; Sr. Milton Juica y Srta. María Antonia Morales; y el Abogado Integrante Sr. José Fernández.

No firman el Sr. Gálvez y Srta. Morales, no obstante haber concurrido a la vista del recurso y acuerdo del fallo, por estar ambos en comisión de servicios. Autorizado por el Secretario Sr. Carlos Meneses Pizarro.”

Comentario

Con fecha 27 de octubre del año 2005 la tercera sala de la Excma. Corte Suprema dictó sentencia en la causa ingreso C-2343-2001 del vigésimo juzgado civil de Santiago, sobre reclamación de multa por uso indebido de información privilegiada. En mi calidad de abogado externo de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) en la causa referida y atendida la trascendencia que la citada sentencia tendrá para la enseñanza del derecho, creo necesario analizar, desde una perspectiva académica, dada mi condición de profesor de derecho, cada uno de los conceptos que se contienen y desarrollan en el aludido fallo.

A. ANTECEDENTES DEL PROCESO

1. Mediante resolución exenta N° 166, dictada por la Superintendencia de Valores y Seguros con fecha 8 de mayo de 2001, se sancionó a un conjunto de 7 personas que a diciembre del año 2000 formaban parte del grupo de control del Banco de Chile, en adelante indistintamente pacto o grupo de control o sancionados, por infringir el artículo 165 de la ley N° 18.045, esto es, porque estando en posesión de información privilegiada sobre ciertas acciones, vulneraron la prohibición legal que les impedía recomendar y/o adquirir o vender títulos sobre los que se tenía esa información, sin que antes se hubiera divulgado dicha información al mercado.

2. Los hechos que se acreditaron en el curso de la investigación administrativa que concluyó con la aplicación de la sanción de multa, son los siguientes:

a) Al 30 de noviembre del año 2000 eran accionistas del Banco de Chile, entre otros, un pacto de control con aproximadamente el 37% de las acciones y otro accionista con aproximadamente el 12,5% de las acciones, en adelante, el Grupo Luksic o accionista relevante del Banco de Chile.

b) En sesión de directorio del accionista relevante del Banco de Chile, de fecha 1° de diciembre del año 2000, uno de los propietarios de esa sociedad accionista y director de la misma presentó como propuesta a discutir la idea de realizar una oferta pública de compra de acciones (OPA) del Banco de Chile por al menos un 8% del capital accionario del mismo, sobre la base de \$ 50 por acción.

c) En la misma sesión de directorio quedó constancia que la aludida propuesta contemplaba conversar previamente el tema con dos personas que formaban parte del Grupo XX, a la sazón miembro del pacto controlador del Banco de Chile.

- d) El mismo día 1° de diciembre del año 2000 dos señores miembros del Grupo XX, que formaba parte del pacto de control del Banco de Chile, tomaron conocimiento de la propuesta indicada en la letra b) precedente, por habérsela comunicado personalmente dos señores miembros del accionista relevante del Banco de Chile.
- e) Los dos señores miembros del Grupo XX, que formaba parte del pacto de control del Banco de Chile, solicitaron a los señores miembros del accionista relevante del Banco que les habían comunicado la información, que los esperaran hasta el lunes 4 de diciembre en la tarde para dar a conocer un pronunciamiento sobre la materia.
- f) El directorio de la sociedad accionista relevante del Banco de Chile acordó esperar hasta la fecha solicitada, para luego de conocer la posición del Grupo XX, adoptar los acuerdos que fueren procedentes en relación al tema, para lo cual acordaron reunirse nuevamente el martes 5 de diciembre de 2000.
- g) Al día 1° de diciembre del año 2000, el precio de cierre de la acción del Banco de Chile fue de \$ 41.
- h) El domingo 3 de diciembre del año 2000 se reunieron 7 señores, todos vinculados a grupos que a la fecha formaban parte del pacto de control del Banco de Chile, para discutir la información proporcionada por el accionista relevante del citado Banco de Chile a dos miembros del Grupo XX, parte del pacto de control del mismo Banco.
- i) En la misma reunión se acordó por todos los concurrentes comprar en el mercado, a contar del lunes 4 siguiente, la cantidad de acciones del Banco de Chile que fueran necesarias para consolidar al pacto de control de dicha institución.
- j) Con fecha 4 de diciembre de 2000, según lo acordado en la reunión a que se refiere la letra h) precedente, sociedades vinculadas al pacto de control del Banco de Chile compraron acciones del mencionado Banco.
- k) Al día 4 de diciembre del año 2000, el precio de cierre de la acción del Banco de Chile fue de \$ 50.
- l) Por resolución exenta 351 de 4 de diciembre de 2000, la Superintendencia de Valores y Seguros suspendió la oferta, cotización y transacción de todas las acciones del Banco de Chile, a contar de las 15:59 horas de ese día y hasta las 12:00 horas del día 5 de diciembre de 2000.

m) La decisión de compra de acciones del Banco de Chile adoptada en la reunión realizada el domingo 3 de diciembre del 2000 y la compra de las acciones del mismo Banco efectuadas el lunes 4 del mismo mes y año precisadas en el literal j) precedente, se originó a partir de la información conocida por los sancionados de que el accionista relevante del Banco de Chile abandonaría su condición de inversionista pasivo de dicha institución bancaria, para lo cual lanzaría una OPA sobre acciones del referido Banco.

n) Con fecha 14 de diciembre del año 2000, se suscribió entre los que a la época eran los controladores del Banco de Chile –entre ellos todos los sancionados– y el accionista relevante del referido banco, el acuerdo denominado “Términos y condiciones Acuerdo de Venta Acciones y Banco de Chile”, mediante el cual los primeros prometían vender a los segundos todas las acciones del Banco de Chile, incluso las adquiridas el día lunes 4 de diciembre del mismo año en \$ 50, ahora a \$ 60. Los contratos definitivos de compraventa de acciones del Banco de Chile se suscribieron el día 27 de marzo de 2001.

3. Los sancionados presentaron demanda ante el vigésimo juzgado civil de Santiago, en causa rol C-2343-2001, reclamando de la sanción de multa aplicada por la SVS. Con fecha 29 de agosto del año 2003 se dictó sentencia de primera instancia en la causa referida, por medio de la cual se acogieron las reclamaciones de los sancionados y se dejaron sin efecto las multas aplicadas.

4. Con fecha 7 de septiembre del año 2004, la ltima. Corte de Apelaciones de Santiago –ingreso N° 10.471-2003– confirmó el fallo de primer grado, dejando sin efecto las multas aplicadas por la SVS.

5. Con fecha 27 de octubre del año 2005, la Excma. Corte Suprema –ingreso N° 4930-04–, acogió el recurso de casación de fondo interpuesto por la SVS, dictando la correspondiente sentencia de reemplazo mediante la cual confirmó en todas sus partes las sanciones de multa aplicadas por la SVS.

6. Con fecha 5 de diciembre de 2005 los sancionados restituyeron al Fisco el beneficio obtenido en la operación (\$ 801.238.491) y durante el mes de enero del año 2006 pagaron la multa (7.000 unidades de fomento más el interés mensual de 1.5% desde mayo de 2001) ratificada por la Excma. Corte Suprema.

7. A partir de estos antecedentes de hecho nos avocaremos a analizar los principales aspectos jurídicos que se discutieron en el contexto de este caso.

B. SOBRE EL CONCEPTO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

I. Algunas ideas sobre el concepto de información privilegiada

Bien se sabe que uno de los bienes jurídicos que se tutelan al sancionar el uso de información privilegiada es el de igualdad de trato de los agentes que participan en el mercado de valores.

Un mercado de valores sólo funciona eficientemente cuando la información disponible sobre un título se internaliza e incorpora rápidamente a su precio. Cuando ello ocurre, todos los agentes de mercado que transan valores a ese precio lo hacen con la plena convicción de que el precio que han pagado o recibido recoge toda la información que es capaz de afectar el valor de ese título.

En los títulos accionarios el nexo que vincula “valor” con “precio” es sólo la información disponible sobre ellos. En sentido económico el valor es incognoscible en su forma pura; sólo disponemos de información que permite estimarlo. Luego, cualquiera alteración en el nexo comunicante entre el valor y el precio del título, afectará a este último. Se trata de una mecánica implacable: dado un precio, la aparición de nueva información determina rápidamente una correspondiente asignación de valor y por tanto de un nuevo precio.

Si el mercado funciona del modo indicado, esto es, permitiendo que la información se internalice rápidamente al valor del título y se exprese en el precio de éste, es imposible que se produzcan transvasijos o extracciones de riqueza, ya que cada agente participante en el mercado lo hace con la plena convicción de que el precio pagado o recibido expresa la información capaz de afectar su valor. Por el contrario, si la información no se divulga al mercado o sólo algunos agentes participantes en él la conocen, es claro que sus decisiones de inversión o desinversión se adoptarán con ventaja respecto de aquellos que la ignoran.

En esta hipótesis, el mercado funciona de un modo ineficiente, permitiendo trasvasijos y extracciones de riqueza desde aquellos que ignoran o no conocen la información hacia aquellos que sí la manejan. En este caso, los inversores pierden la certeza de que el mercado permite una interacción eficiente y equitativa entre los diversos compradores y vendedores, por lo que se retiran del mismo.

Al prohibirse por el artículo 165 de la ley N° 18.045 el uso de información privilegiada se asegura que los distintos operadores de un mercado de valores tengan el derecho a que todas sus decisiones de inversión o desinversión se

hagan en un plano de igualdad, en términos de que todos ellos, por igual, puedan acceder de un modo simétrico a los mismos niveles de información que determina el valor y precio de los títulos valores que se transan.

En base a las ideas anteriores y para prohibir la utilización de la información privilegiada, el artículo 164 de la ley N° 18.045 acota y define el concepto en los siguientes términos:

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

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

Los requisitos que deben concurrir para que la información pueda ser calificada como privilegiada se desprenden inequívocamente de la citada disposición y son:

a) Puede tratarse de cualquier información:

- i) Referida a uno o varios emisores de valores;
- ii) Referida a los negocios de uno o varios emisores de valores;
- iii) Referida a uno o varios valores emitidos por emisores de valores.

A diferencia de lo que ocurre en otras legislaciones, nuestro ordenamiento jurídico positivo ha preferido apartarse del criterio de la especificidad, que supone una enunciación casuista de los casos de información privilegiada. En cambio, ha optado por un criterio objetivo y amplio en el que cabe incluir dentro del concepto de información privilegiada a cualquier información y circunstancia que tenga la capacidad de influir la cotización del valor. Ello, con el propósito de facilitar la prueba que su uso indebido pueda acarrear.

Esa es la razón por la cual el legislador emplea la expresión "**cualquier**", con lo que pretende significar que toda información referida a los aspectos que se indican en los numerales i) a iii) precedentes y respecto de la cual concurren los restantes requisitos, tiene necesariamente el carácter de privilegiada.

El concepto legal no excluye a priori ningún tipo ni clase de información. Por el contrario, categóricamente emplea la expresión “**cualquier**”, para no dejar lugar a duda alguna.

Cualquier información, sea un hecho consumado, una posibilidad, una intención o cualquier otro antecedente, en la medida que sea precisa, real, concreta e idónea para afectar la cotización de un título en el mercado, califica como privilegiada.

De consiguiente, concurriendo los restantes requisitos que luego se analizan, **cualquier** –léase también toda– información referida a uno o varios emisores de valores, a los negocios de uno o varios emisores de valores o a uno o varios valores emitidos por emisores de valores, puede llegar a tener el carácter de privilegiada.

b) No divulgada al mercado

Esto es, no disponible públicamente. Lo medular es la falta de acceso a la misma para el público inversor interesado en el mercado de valores.

Pero esta falta de disponibilidad no debe ser absoluta, ya que, en la práctica, se haría ineficaz cualquier intento de restricción, sino que debe ser desconocida para el público en el sentido de que su posesión represente un privilegio. Por lo tanto, aunque algún grupo reducido pueda haber tenido acceso a la información, lo determinante debe ser que el público inversor, en general, no haya podido tenerlo.

La información no pública –no divulgada al mercado– no tiene por qué corresponderse con un secreto de la compañía –comercial, contable, legal–, ni con una declaración de reserva o confidencialidad de la misma, sino que es suficiente con que el público inversor desconozca el contenido de la misma, convirtiéndose en privilegiada con respecto a quienes sí acceden a ella.

Se trata, por tanto, de hechos que no son conocidos, que no son públicos ni son accesibles a todos sin que sea necesaria una declaración expresa del carácter confidencial del hecho.

La información pasa a ser pública, y en consecuencia deja de ser privilegiada, cuando ella ha sido divulgada al mercado a través de los mecanismos que se consultan, entre otros, en los artículos 9° y 10 de la Ley N° 18.045.

De consiguiente, la falta de conocimiento público, general y simétrico –sin pasar por una declaración de reserva o confidencialidad de la información–, unida

a los restantes requisitos indicados, es lo que le da el carácter de privilegiada a la información.

c) Que su conocimiento sea capaz de influir en la cotización de los valores emitidos

Debe tratarse de información con aptitud causal para afectar, alterar, incidir o modificar sensible o fácilmente la cotización de un valor en el mercado.

A diferencia de lo que ocurre en otros ordenamientos jurídicos, nuestra legislación positiva recoge un criterio objetivo para delimitar la entidad de la información que pueda tener el carácter de privilegiada.

Basta que ella sea capaz de influir en la cotización del valor en el mercado para que ésta tenga el carácter de privilegiada.

Los valores se cotizan en el mercado. Entonces, el mercado es el ámbito en referencia al cual debe precisarse si la información es de suficiente calidad como para alterar la cotización del valor.

Luego, cualquiera información que por su entidad, significación o importancia para quien la conozca tenga la aptitud de afectar sus decisiones de inversión, alterando por consiguiente la cotización del valor en el mercado, tendrá el carácter de privilegiada.

El legislador no quiso relacionar este requisito de la información privilegiada con la declaración de "esencialidad" de la misma.

Sabemos que por mandato de los artículos 9° y 10 de la Ley N° 18.045 la información esencial debe ser divulgada al mercado en forma veraz, suficiente y oportuna. Esta obligación recae en el emisor inscrito y su finalidad es permitir al público inversionista contar con esa información para decidir la inversión en esos valores. Luego, toda información esencial al ser divulgada pasa a ser pública y deja de ser privilegiada.

Más aún, según consta en la historia fidedigna del establecimiento de la Ley N° 19.301, que agregó el actual Título XXI a la Ley N° 18.045, fue rechazada una indicación del H. senador Sr. Piñera destinada a vincular la información privilegiada con la relevancia de la misma. Lo que se pretendía con la aludida indicación rechazada era "precisar en mejor forma el verdadero sentido de la disposición, cual es el de abarcar aquella información que resulta relevante o esencial para el mercado y no cualquiera información" (Sesión N° 18, de 14 de diciembre de 1993, de la Comisión de Hacienda del Senado, págs. 2985-2986).

Al haberse rechazado la aludida indicación queda claro que puede ser información privilegiada la información esencial, aunque no hubiere recibido tal calificación por el directorio del emisor inscrito. Dicho de otro modo, es también información privilegiada aquella que un hombre juicioso considera importante para sus decisiones de inversión, aunque el directorio del emisor no la hubiere declarado información esencial.

De consiguiente, lo determinante para la calificación de la información como privilegiada es su aptitud para afectar la cotización del valor en el mercado y su falta de publicidad y difusión.

d) La información reservada es siempre privilegiada

El inciso 3° del artículo 10 de la Ley N° 18.045 dice que con la aprobación de las tres cuartas partes de los directores en ejercicio podrá darse el carácter de reservado a ciertos hechos o antecedentes que se refieran a negociaciones aún pendientes que al conocerse puedan perjudicar el interés social. Tratándose de emisores no administrados por un directorio u otro órgano colegiado, la decisión de reserva debe ser tomada por todos los administradores.

Agrega que las decisiones y acuerdos sobre esta materia deberán ser comunicados a la Superintendencia al día siguiente hábil a su adopción.

Anteponiendo de modo excepcional el interés societario al interés público de que se divulgue siempre toda información esencial, el legislador permite que en casos muy calificados no se entregue al mercado una información que naturalmente debería haberse divulgado.

Ello ocurrirá cuando la divulgación de la información pudiere afectar negociaciones pendientes y de ello seguirse un perjuicio al interés de la sociedad.

En este excepcional caso la información esencial no se divulga y adquiere el carácter de reservada.

Por ser información esencial en conocimiento de unos pocos, por definición legal siempre será privilegiada.

e) La información que se tiene de las operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores es siempre privilegiada

La importancia que tienen los inversionistas institucionales en el mercado de capitales determina que el conocimiento que se tenga sobre las operaciones

de adquisición o enajenación de valores que ellos adopten siempre tenga el carácter de privilegiada.

Son inversionistas institucionales, de acuerdo con el concepto del artículo 4° bis, letra e), de la Ley N° 18.045, los bancos, sociedades financieras, compañías de seguros, entidades nacionales de reaseguro y administradoras de fondos autorizados por ley. También tendrán este carácter las entidades que señale la Superintendencia mediante una norma de carácter general, siempre que se cumplan las siguientes condiciones copulativas: a) que el giro principal de las entidades sea la realización de inversiones financieras o en activos financieros, con fondos de terceros; b) que el volumen de transacciones, naturaleza de sus activos u otras características permita calificar de relevante su participación en el mercado.¹

II. Alegaciones de los sancionados en torno al concepto de información privilegiada acogidas por las sentencias de primera y segunda instancia

a) No puede calificar como información privilegiada la mera intención de un agente en el mercado, por no ser precisa, real, concreta ni idónea. La información privilegiada debe constar por escrito en un acuerdo de directorio

A partir de la alegación de los sancionados de que no podía constituir información privilegiada la mera intención de un agente de mercado que no constara por escrito en un acuerdo de directorio, el considerando N° 11 de la sentencia de primera instancia reproducida sin modificaciones por la de segunda, dijo que el concepto de información privilegiada involucra "una determinada clase de comunicación que permite ampliar el conocimiento que se tiene sobre una determinada materia y **no sobre una eventual intención**". Lo que aparece complementado con lo dicho en el considerando N° 12 de la misma sentencia, en cuanto señala que "la información comunicada por el señor Luksic no era precisa, real ni determinada, al no existir una voluntad claramente manifestada por parte de la sociedad Quiñenco S. A. de comprar el 8% de las acciones del Banco de Chile a un precio determinado"; que "no existía un acuerdo de directorio de Quiñenco S. A... Lo que en realidad existía era la intención de Quiñenco S. A. de adquirir un 8% del Banco de Chile... ya que Quiñenco S. A. nunca tuvo la voluntad determinada de adquirir el porcentaje accionario señalado..."; y que "no se podrá confundir en caso alguno la intención o el querer individual de un director de una sociedad anónima con el de la propia sociedad...".

¹ Como complemento de lo anterior, se debe tener presente lo dispuesto por los artículos 151 a 154 del DL N° 3500, que se refieren a la utilización de información privilegiada por las sociedades administradoras de fondos de pensiones.

De éste modo, la sentencia que dejó sin efecto la Excm. Corte Suprema estimó que la intención de un agente de mercado no podía constituir información privilegiada, ya que ésta sólo supone ampliar el conocimiento que se tenga sobre alguna materia concreta y determinada. También, que para calificar como privilegiada a la información esta debía constar por escrito o en acuerdo de directorio.

b) Una estrategia de negocios no puede ser calificada como información privilegiada. La comunicación de información de un accionista a otro no puede inhibir a quien la recibe del derecho a comprar acciones

Recogiendo la argumentación de los sancionados, en orden a que una estrategia de negocios, como lo fue la desplegada por el Grupo Luksic para tomar el control del Banco de Chile, no puede ser calificada como información privilegiada, el considerando N° 12 de la sentencia de primera instancia dijo que de calificarse de información privilegiada a "la estrategia de negocios desplegada por don Andrónico Luksic, encaminada a tomar el control del Banco de Chile", se "rigidizaría el concepto de información privilegiada, lo que conduciría inexorablemente a entrapar las tratativas comerciales...". Lo anterior se complementa con lo afirmado en el considerando N° 10, en cuanto se sostiene que "los reclamantes adquirieron las acciones el día lunes 4 de diciembre del año 2000 con el objeto de no perder el control del Pacto al que pertenecían...".

III. Posición de la SVS frente a las alegaciones de los sancionados

a) Frente a la alegación de los sancionados de que la mera intención de un agente de mercado que no conste por escrito o en algún acuerdo de directorio no puede calificar como información privilegiada, la defensa de la SVS hizo presente que ni el inciso 1° ni el inciso 2° del artículo 164 de la Ley N° 18.045 excluyen a la intención como una forma en que se pueda presentar y manifestar la información privilegiada. Tampoco exige que la información conste por escrito.

Se dijo que no era efectivo que la información, para poder ser calificada de privilegiada, debe constar en un acuerdo de directorio, ya que sólo tal acuerdo puede ser preciso, real y determinado; y que tampoco era efectivo que al no existir una voluntad plasmada en un acuerdo de directorio, tal voluntad no puede producir algún efecto en el mercado.

Se sostuvo que "cualquiera información" –expresiones utilizadas por la definición legal– puede llegar a ser privilegiada. Para que ello ocurra debe tratarse

de información no pública o no divulgada al mercado y que por su entidad, importancia y significación, tenga la aptitud causal, por sí sola, de afectar, alterar, incidir o modificar sensible o fácilmente el precio de una acción en el mercado. El concepto legal no excluye a priori ningún tipo ni clase de información.

Se dijo que en el aspecto sustantivo la ley sólo exige que la información conocida por el receptor de ella tenga el potencial de afectar el precio del título en el mercado; que no excluye ni descarta la posibilidad de que se califique como información al conocimiento que se adquiera sobre la mera intención de un agente de mercado, si tal intención tiene la capacidad de condicionar, influir o determinar el precio de un título accionario al incidir, alterar, condicionar o determinar la conducta de otros agentes que operan en el mismo mercado; y que lo determinante para calificar como privilegiada a la información es la capacidad que ella tenga para condicionar la conducta del receptor de ella, si ello a su vez afecta el precio de la acción en el mercado.

Se afirmó que cualquier información, sea un hecho consumado, una posibilidad, una intención o cualquier otro antecedente, en la medida que sea precisa, real, concreta e idónea para afectar la cotización de un título en el mercado, califica como privilegiada.

Se agregó que en el caso en comentario, el objetivo del Grupo Luksic era designar dos directores en el Banco de Chile, para lo cual abandonaría su posición de inversionista pasivo y lanzaría una OPA sobre acciones de esa entidad por un precio unitario de \$ 50 y que si algún agente de mercado "adquiere" el conocimiento de esa intención y actúa, decide y se comporta de un modo diverso de aquel en que lo habría hecho de haberla ignorado, es claro que el conocimiento de esa intención tiene la capacidad de determinar y condicionar su conducta, afectando en consecuencia el precio de mercado de la acción.

Se explicó que la ley en ninguna parte exige, para calificar a la información como privilegiada, que ella conste en un acuerdo de directorio, en algún documento o en algún otro medio; y que si la ley no establece tal exigencia, no puede la sentencia exigirla.

Se sostuvo que era cierto que los efectos jurídicos de un acto jurídico sólo se producen cuando este nace a la vida del derecho, por lo que era comprensible el error en que incurrió la sentencia. Al no haber acuerdo de directorio, no hay acto jurídico que pueda producir sus efectos.

Pero lo que no consideró el fallo de primera instancia fue que en el mercado financiero "cualquier información" puede producir efectos económicos. Y que estos se manifiestan en el mercado de valores mediante la fluctuación de pre-

cios de los títulos que se transan, razón por lo cual el legislador utilizó como criterio para determinar la existencia de información privilegiada, la capacidad de ésta para producir efectos económicos, esto es, fluctuaciones de precio de los títulos sobre los que se posee esa información.

b) Frente a la alegación de los sancionados de que una estrategia de negocios no puede calificar como información privilegiada y que la información que el Grupo Luksic comunicó a miembros del pacto de control del Banco no puede inhibir a estos últimos de su derecho a comprar acciones de esa entidad bancaria, ya que al interpretar de ese modo el concepto se habría descubierto una forma de neutralizar al competidor utilizando el expediente de comunicarle información, la defensa de la SVS hizo presente que a esta entidad no le correspondía calificar si fue o no una estrategia de negocios la comunicación que el Grupo Luksic entregó a los reclamantes ni tampoco pronunciarse sobre la conveniencia o inconveniencia para los reclamantes de la amenaza o pérdida de su condición de pacto controlador del Banco de Chile, ya que lo que califica la SVS es la conducta que cada agente despliega en procura de sus objetivos comerciales y no los objetivos mismos.

Se dijo que en el caso en comentario lo que calificó la SVS fue la conducta de los reclamantes a partir del conocimiento que adquirieron de la intención del grupo Luksic de abandonar su condición de inversionista pasivo del Banco de Chile.

También se hizo presente que contrariamente a lo sostenido por los sancionados y acogido por la sentencia de primer grado, no era efectivo que el único medio de que disponían los sancionados para defender su posición de pacto controlador era, a partir de la información que recibieron, la de comprar acciones del Banco, por lo que no era efectivo que la información que un accionista comunica a otro inhiba a este último de su derecho a comprar acciones de la sociedad en que ambos son accionistas.

Se sostuvo que la Ley de Mercado de Valores estructura un marco normativo que es obligatorio para todos los agentes que operan en él; que en su conjunto pretende resguardar, entre otros bienes jurídicos tutelados, la igualdad de trato entre todos los participantes en el mercado y el acceso simétrico e igualitario de todos ellos a idénticos niveles de información; y que en particular el título sobre información privilegiada pretende asegurar el principio básico de eficiencia informativa e igualdad de acceso a idénticos niveles de información.

Se afirmó que la forma de asegurar tales propósitos es prohibiendo a quien conozca información no divulgada al mercado, la utilice en su propio beneficio; y que lo esencial de toda esta regulación es asegurarse de que nadie pueda

decidir en base a información no divulgada al mercado, pues ello importa actuar en una situación de ventaja o privilegio que es la negación misma del principio que por esta normativa se tutela.

Asimismo se hizo presente que el mismo marco normativo provee a cada uno de los agentes que en él actúan de los medios para velar porque sus decisiones de inversión o desinversión se adopten con plena autonomía e independencia, sin que ellas se vean afectadas, determinadas o “contaminadas” por informaciones proporcionadas por sus competidores con el propósito de inhibirlos en la lucha para escalar posiciones negociadoras; que entre estas opciones, correspondía, en primer lugar, que el receptor de la información –miembros del pacto de control del banco– evaluaran si quien la proporciona tiene o no la capacidad económica para materializarla o concretarla, pues de ello dependerá su aptitud para afectar la cotización del valor en el mercado, y que permite diferenciarla de un simple rumor.

De igual modo se dijo que al conocer tal información los miembros del pacto controlador pudieron haber guardado silencio y esperar la acción del Grupo Luksic en el mercado. Y frente a la acción de ellos pudieron haber reaccionado con una OPA competidora, con lo cual todo el mercado habría ganado por la competencia que se habría desatado por el control de la entidad bancaria, ya que en esta hipótesis la información se habría divulgado al mercado y habría dejado de ser privilegiada, al pasar a ser pública; y que una vez que el mercado hubiera internalizado en precios el impacto de tal información, todos los operadores –incluido los miembros del pacto controlador– habrían podido decidir la compra o venta de tales acciones con idéntico nivel de información; pero que del modo como obraron los reclamantes sólo ellos pudieron comprar en base a información que quienes les vendieron ignoraban, rompiendo el principio de igualdad que subyace como bien jurídico tutelado tras la norma en comento.

También se dijo que frente a la información que conocieron del Grupo Luksic, pudieron adoptar acuerdos de directorio en aquellas sociedades cotizadas en bolsa –Banco de Chile, entre otras– calificando de esencial tal información y divulgándola como hecho esencial en el mercado, con lo cual dejaría de ser privilegiada al pasar a ser pública; y que en esta hipótesis el mercado internalizaría en precios esta información y todos los compradores y vendedores de tales títulos lo harían en la plena convicción de que el precio pagado o recibido por tal valor, expresaba efectivamente la información disponible sobre él, y que en último término determina su precio.

Por último se recordó que no debía tampoco olvidarse que los artículos 52, 53, 59 y 60 de la Ley de Mercado de Valores –como medidas adicionales de resguardo para el competidor “contaminado”– sancionan, incluso con penas

de presidio, a quienes divulgan información falsa, hacen transacciones ficticias o, en general, manipulan información en el mercado de valores.

En suma, se dijo, los sancionados tuvieron diversas alternativas para defender su condición de pacto controlador.

IV. Sentencia de la Excma. Corte Suprema

El fallo de casación válida y reconoce la importancia que tiene la información en la determinación del precio de los papeles al declarar en el considerando N° 18) lo siguiente:

“18°) Que para determinar la licitud o ilicitud de la operación descrita precedentemente, resulta necesario examinar aspectos relacionados con la información recibida por los demandantes, si ésta tenía o no el carácter de privilegiada y el uso de la misma por los actores; como asimismo es necesario realizar un somero análisis al valor de la información, de cualquier tipo, en el campo accionario, y para dicho propósito debe señalarse si ella es básica para el correcto funcionamiento del mercado de valores, pues la información tiene directa incidencia en el precio de los instrumentos accionarios, puesto que si no existe información suficiente en el mercado o la que existe no se divulga, o sólo algunos de los inversores la conocen, sus decisiones de compra o de venta de acciones se adoptan con ventaja respecto del resto de ellos;”.

La sentencia del máximo tribunal se hizo cargo de las consideraciones del fallo de primera instancia y acogió las argumentaciones de la SVS, en orden a que el concepto de información privilegiada que se define en el artículo 164 de la ley N° 18.045 es amplio y abarca a toda información, dato, hecho o circunstancia, sea esta escrita, verbal o virtual; conste o no por escrito; sea o no una intención, siempre y cuando no sea pública y que por su entidad, importancia y significación, tenga la capacidad de afectar el precio de un valor en el mercado.

Los considerandos N°s 19 y 26 del aludido fallo señalaron:

*“19°) Que, despejada así la importancia de la información en el mercado de valores, corresponde analizar ahora la información calificada propiamente tal, debiendo destacarse en primer lugar, que lo que realmente importa para clasificar 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. Que, en efecto, conforme a lo dispuesto ...”*.

"26°) Que, en conclusión, los actores utilizaron indebidamente el conocimiento que poseían respecto de la próxima compra de acciones por parte del Grupo Luksic, información esta que revestía el carácter de privilegiada, pues ella no había sido divulgada al mercado, por lo que no era pública ni de conocimiento del inversionista en general y representaba para quien la conociera una situación de privilegio que le imponía ciertos deberes de conducta, la que por lo demás condicionó y determinó la actuación de aquellos, en términos tales que no habrían actuado de la manera que lo hicieron, de no haber conocido la aludida información y, finalmente, acarreado como efecto, que el precio bursátil aumentara a \$ 50 por acción;".

En suma, del fallo de casación se desprende que la Excma. Corte Suprema interpretó el concepto de información privilegiada según su genuino sentido y finalidad, abarcado a toda información no pública y que por su importancia pueda llegar a afectar el precio de un papel en el mercado.

C. SOBRE LOS DEBERES DE CONDUCTA DE QUIENES CONOCEN INFORMACION PRIVILEGIADA

I. Algunas ideas sobre los deberes de conducta de quienes conocen información privilegiada

El artículo 165 de la Ley N° 18.045, en sus incisos 1° y 2° prohíbe el uso de la información privilegiada en los siguientes términos:

"Cualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación tenga acceso a información privilegiada, 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".

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

a) Destinatarios de la norma

De la lectura del inciso 1° del precitado artículo 165, puede concluirse inequívocamente que quienes están obligados a acatar el contenido material de la norma son **todas** las personas que en razón de su cargo, posición, actividad o relación tengan acceso a información privilegiada.

El legislador empleó la expresión “**cualquier persona**”.

El pronombre “cualquier” en la 1ª acepción que le da el Diccionario de la Real Academia Española, significa “una persona indeterminada, alguno, sea el que fuere”.

El Código Civil en su artículo 55 dice: “Son personas todos los individuos de la especie humana, cualquiera que sea su edad, sexo, estirpe o condición. Divídense en chilenos y extranjeros”.

Puede igualmente leerse en la norma que **toda persona** es la destinataria de las obligaciones que en el citado precepto se establecen.

Luego, son destinatarios de la obligación de no usar la información privilegiada en beneficio propio o ajeno, todos y cada uno de los individuos de la especie humana que, en razón de su cargo, posición, actividad o relación tuvieron conocimiento de ella, sin excepción ni exclusión alguna.

El vehículo, medio o conducto que le permite a “cualquier persona” acceder al conocimiento de información privilegiada es:

- (i) El “cargo” que se desempeña, tanto en los emisores o inversionistas institucionales como en los organismos públicos fiscalizadores de aquéllos y éstos;
- (ii) La “posición” que se ocupa, esto es, la situación o ubicación de personas que sin estar en “cargos”, por alguna razón o circunstancia se encuentran vinculadas con ellas o con cualquiera de sus trabajadores o funcionarios;
- (iii) La “actividad” que se desarrolla, esto es, el conjunto de operaciones o tareas propias de una persona o entidad; y
- (iv) La “relación”, esto es, la conexión, correspondencia, vinculación, trato o comunicación de una persona con otra.

Ninguna hipótesis quedó excluida. Todas las posibles vías que permitan acceder al conocimiento de información privilegiada quedaron cubiertas con la citada enumeración legislativa.

La expresión “acceso”, que también utiliza el precepto, significa, de acuerdo con lo indicado en el Diccionario de la Real Academia Española, “acción de llegar o acercarse, entrada al trato o comunicación con alguno”.

Luego cualquier persona que “entre al trato o a la comunicación con alguno cercano al trato” se entiende que ha accedido a la información privilegiada.

También son destinatarias de esta norma prohibitiva las personas jurídicas que han tomado conocimiento de la información privilegiada a través de personas naturales. La ley emplea la expresión “cualquier persona”, y como bien se sabe, cuando el legislador no distingue, no es lícito que lo haga el intérprete. Luego, sería irracional sostener que las personas jurídicas no son destinatarias del deber de conducta contenido en el artículo 165.

A través de la prohibición que se les impone a las personas naturales se prohíbe también el uso que las personas jurídicas podrían hacer de la información que por conducto de aquellas han conocido.

b) Contenido material de la norma y conductas exigidas

En los incisos 1º y 2º del precitado artículo 165 se consagran dos tipos de obligación. De hacer y de no hacer.

Cualquier persona que tiene información privilegiada debe observar un determinado comportamiento que necesariamente ha de traducirse en:

- (i) Obligación de guardar estricta reserva;
- (ii) Obligación de no utilizar la información en beneficio propio o ajeno.
- (iii) Obligación de no adquirir para sí o terceros los valores sobre los cuales posea información privilegiada.
- (iv) Obligación de no valerse de la información para obtener beneficios o evitar pérdidas, mediante cualquier tipo de operación con los valores a que ella se refiera.
- (v) Obligación de no recomendar la adquisición o enajenación de los valores sobre los que se posea información privilegiada.

Se trata de obligaciones distintas, ya que el legislador emplea la conjunción "y". Pero todas en su conjunto y cada una de ellas deben ser acatadas por quien tiene conocimiento de información privilegiada.

Por consiguiente, el incumplimiento de una cualquiera de ellas implica quebrantar el deber de comportamiento que la norma exige como regla de conducta, validando el castigo por su infracción.

La estricta reserva supone el acatamiento del deber de no recomendar ni sugerir a terceros la compra o venta de valores respecto de los cuales se tenga información privilegiada, haciendo extensiva esta obligación incluso para que ello no ocurra a través de subordinados o terceros de confianza.

La no utilización de la información se traduce en el cumplimiento de una obligación de abstención, de no hacer, de no servirse o valerse ni de aprovecharse del conocimiento que se tiene de información privilegiada tanto para acceder a beneficios propios o de terceros como para evitar pérdidas. El comportamiento exigido a quien tiene información de privilegio necesariamente ha de traducirse en una total y completa abstención, en la no ejecución de actos tendientes a su utilización. Este deber de conducta es diverso a la prohibición de adquisición y se infringe no por la compra o venta del valor, sino que por la sola utilización de la información privilegiada.

La prohibición de adquisición y enajenación para sí o terceros de los valores sobre los cuales se posea información privilegiada, se traduce en un impedimento total y absoluto de compra y/o venta. El comportamiento que se exige en este caso se traducirá necesariamente en el acatamiento de la obligación de no hacer, de no comprar ni adquirir para sí o terceros ningún valor sobre el cual se posea información privilegiada. La norma legal es la fuente de la prohibición y es el obstáculo insalvable que deberá acatarse como norma de conducta.

El incumplimiento de una o cualesquiera de estas obligaciones conlleva la infracción del precitado artículo 165 y autoriza castigar su violación. Perfectamente podría ocurrir que no habiendo compra de valores sobre los que se tiene información privilegiada (iii), sí hubiera uso indebido de la misma (ii), al haberse servido de ella y decidir vender un valor sobre el cual se posea información privilegiada, evitando una pérdida o alcanzado una mayor ganancia o comunicándola a un tercero para que la utilice.

Se trata de una obligación de resultado. A quien conoce la información privilegiada se le exige un determinado comportamiento. Si se aparta de él, incurre en infracción del deber de conducta, por lo que deberá ser sancionado.

Para castigar la infracción de esta obligación de resultado no se requiere acreditar culpa ni dolo por parte del incumplidor. El sólo incumplimiento es, al menos, expresión de culpa.²

Si quien conoce la información privilegiada está en condiciones de instar por su divulgación como hecho esencial, lo que sólo será posible si no se trata de información reservada, deberá hacerlo en cumplimiento del mandato legal contenido en el artículo 9° de la Ley N° 18.045, con lo cual la información, al pasar a ser pública, deja de ser privilegiada.

II. Alegaciones de los sancionados acogidas por las sentencias de primera y segunda instancia en relación con los deberes de conducta de quienes conocen información privilegiada

a) La fuente de la cual emana la información debe encontrarse en una relación fiduciaria con quien la conoce, en la que predominen los deberes de honestidad, fidelidad y silencio

A partir de la alegación de los sancionados de que ellos no se encontraban en ninguna relación fiduciaria con respecto al Grupo Luksic, por lo que no quedarían afectos a las limitaciones impuestas por el artículo 165 de la LMV, la sentencia de primera instancia confirmada sin modificaciones por la de segunda, dijo en el considerando N° 11° que "asimismo se exige que el emisor de esa información se encuentre en una relación fiduciaria en la que predominen los deberes de honestidad, fidelidad y silencio...", por lo que al no existir tal relación entre la fuente de la cual emana la información y quien la conoce, no queda sujeto a las limitaciones del artículo 165 de la LMV.

b) La infracción del artículo 165 de la LMV requiere la prueba de un elemento subjetivo, como la culpa o el dolo

Acogiendo las alegaciones de los sancionados, el considerando N° 11 de la sentencia recurrida afirma que del artículo 165 de la Ley de Mercado de Valores "se puede desprender que es necesaria la existencia de cierta intencionalidad, esto es, que concurra un elemento subjetivo para poder imputar responsabilidad..."; "que es necesario agregar la existencia de dolo o culpa para que nazca la pretendida responsabilidad en los sujetos que han sido sancionados..."; por lo que "no podría presumirse la existencia de dolo, como lo ha efectuado la Superintendencia, al otorgarle el carácter objetivo a las infracciones al artículo

² Sobre los deberes de los administradores de sociedades anónimas y sobre las obligaciones de medios y de resultado exigidos a estos administradores, véase nuestro comentario a sentencia del Quinto Juzgado Civil de Santiago, publicado en Revista Chilena de Derecho N° 3, 2005.

165 de la ley de Mercado de Valores". Lo anterior se complementa con lo afirmado en el considerando N° 10 del mismo fallo de primer grado, que dijo: "Podemos observar que los reclamantes adquirieron las acciones el día lunes 4 de diciembre del año 2000, con el objeto de no perder el control del Pacto a que pertenecían, sin que en el caso sublite se haya acreditado una utilización engañosa de dicha información o mejor dicho de dicha intención, ni la existencia de dolo en sus conductas".

c) La deberes de conducta son recíprocos. Si la información es privilegiada para quien la recibe, también debe serlo para quien la revela

A partir de las alegaciones de los sancionados de que si la información es privilegiada para quien la conoce, debe serlo también para quien la comunica, la sentencia de primera instancia dijo en el considerando N° 12 que "por tal motivo podemos observar que don Andronico Luksic no fue sancionado por la infracción al artículo 165 de la LMV, en su obligación de guardar estricta reserva... En consecuencia, si la información no era privilegiada para el señor Luksic, tampoco lo era para los reclamantes en estos autos...".

III. Posición de la SVS frente a las alegaciones de los sancionados

a) En cuanto a la exigencia impuesta por las sentencias de primera y segunda instancia de que para hacer exigibles los deberes de conducta del artículo 165 de la LMV, debe existir una relación fiduciaria entre la fuente de la cual emana la información y quien la conoce, la defensa de la SVS hizo presente que si bien es cierto que los deberes de honestidad y fidelidad están presentes como expresiones generales de la buena fe con que se debe actuar en el mundo de los negocios, no es efectivo que la ley chilena exija una relación fiduciaria entre la fuente de la información y el autor de la conducta para configurar el ilícito de uso de información privilegiada.

Se sostuvo que tanto el artículo 164 como el artículo 165 de la LMV utilizan la expresión "**cualquier información**" el primero y "**cualquier persona**" el segundo; que el pronombre "**cualquier**" en la 1ª acepción que le da el Diccionario de la Real Academia Española, significa "una persona indeterminada, alguno, sea el que fuere"; por lo que para que "**cualquier persona**" pueda acceder a "**cualquier información**" sobre el emisor, sus negocios o sus valores, la ley sólo exige que ello se materialice mediante el ejercicio de un cargo, por la utilización de una posición, por el desempeño de una actividad o por la relación que se tenga con la fuente de la información.

Se dijo que cualquiera sea la vía que le permita acceder al conocimiento de la información, coloca al sujeto pasivo del deber de conducta en una posición de privilegio que le impone la obligación de no utilizar tal información; y que la información fluye desde la fuente hacia el sujeto que conoce de ella –el obligado por el deber de conducta–, sea porque este último ocupa un cargo en la fuente, sea porque mantiene una posición o realiza una actividad con la fuente, o ya sea porque mantiene una relación, vínculo o comunicación con la fuente que le da o le permite el conocimiento de la información.

En el caso en comentario, la fuente de la información es el señor Luksic, en cuanto comunicó a dos señores del Grupo XX, miembros del pacto de control del Banco, que abandonaba su condición de inversor pasivo en el Banco de Chile y que Quiñenco S. A. adquiriría un 8% de las acciones de la citada entidad bancaria o implementaría otras alternativas para comprar acciones del Banco de Chile. El nexo causal que vincula a la fuente de la información –el señor Luksic y Quiñenco S. A.– con los sancionados que acceden al conocimiento de ella, lo constituye la “posición”, “actividad” y “relación” que éstos mantuvieron con aquellos. La “posición” que se ocupa, esto es, la condición de miembros de un pacto controlador del Banco de Chile, institución bancaria en donde el Grupo Luksic era un accionista mayoritario; la “actividad” que se desarrolla, esto es, el conjunto de operaciones o negociaciones que los sancionados realizaron con aquel; y la “relación” que se mantuvo, esto es, la conexión, correspondencia, vinculación, trato o comunicación que los sancionados sostuvieron con el señor Luksic a partir de la posición de ambos como accionistas mayoritarios del Banco de Chile; que de no haber tenido los sancionados la “posición” de pacto controlador del Banco de Chile, del que a su vez el Grupo Luksic era accionista mayoritario, es obvio que no habría habido “relación” ni “actividad” entre los reclamantes y el señor Luksic y que la información no habría fluido hacia aquellos ni tampoco la hubieran conocido.

Sin perjuicio de todo lo anterior, se hizo presente que en los orígenes de esta institución en el derecho anglosajón, se exigía, para configurar el ilícito de uso indebido de información privilegiada, una relación de confianza entre la fuente de la información y el sujeto que conoce de ella; que sólo se consideró ilícito el uso de información privilegiada cuando ello suponía el quebrantamiento del deber de lealtad que se impone a aquellos que están vinculados con la compañía emisora mediante una relación de confianza, es decir, a los *insiders* en sentido estricto (directores y ejecutivos ligados por vínculo contractual). Pero que a partir del ya famoso caso O’Hagan coexiste con tal planeamiento la posibilidad de sancionar también por el ilícito de uso indebido de información privilegiada a cualquiera persona que sin tener una relación de confianza o lealtad con la fuente de la información, acceda a ella y la utilice indebidamente.

Se afirmó que la "*misappropriation theory*" –así se llamó a esta nueva doctrina– había surgido como reacción frente a la interpretación restrictiva que los tribunales habían realizado en casos anteriores. En concreto, que había nacido en un caso en el que se había rechazado la condena por *insider trading* (uso indebido de información privilegiada) al no existir entre el sujeto y la entidad una relación de lealtad; que con las interpretaciones anteriores del derecho americano, podía sancionarse por abuso de información privilegiada única y exclusivamente a quienes estaban ligados por vínculos de fidelidad a una sociedad, gracias a los cuales obtenían información relevante y, mientras aún no era pública, la utilizaban para negociar con valores emitidos por dicha sociedad; y que la opinión mayoritaria hasta ese entonces –1987– fue que no podía deducirse de la normativa vigente un deber general de divulgar o abstenerse de negociar para los intervinientes en el mercado con información privilegiada, sino que tal deber sólo podía exigirse de los *insiders* en sentido estricto.

Se sostuvo que la *misappropriation theory* permite, sin embargo, considerar que un sujeto infringe el Reglamento 10b-5 promulgado por la Securities Exchange Commission en desarrollo de la sección 10 de la Securities Exchange Act, si utiliza indebidamente información no publicada en una transacción mobiliaria, con independencia de si ostentaba o no algún deber de lealtad frente a la sociedad cuyos valores negoció; que con la consagración de esta teoría se amplió el círculo de sujetos sancionables por abuso de información privilegiada.

También se hizo presente que en materia de información privilegiada el legislador local siguió muy de cerca al modelo de la ley española, al punto que los preceptos de dicha ley son de una redacción casi idéntica a los que se consultan en el título XXI de la LMV local; que por ejemplo el artículo 81 de la Ley de Mercado de Valores de España señala lo siguiente:

"Artículo 81. Todas las personas o entidades que actúen en los mercados de valores o ejerzan actividades relacionadas con ellos y, en general, cualquiera que por razón de su trabajo, profesión, cargo o funciones posea datos o informaciones relativos a los mismos, deberán salvaguardar dichos datos e informaciones, sin perjuicio de su deber de comunicación y colaboración con las autoridades judiciales y administrativas en los términos previstos en ésta o en otras leyes. En particular, impedirán que tales datos o informaciones puedan ser objeto de utilización abusiva o desleal, denunciarán los casos en que ello hubiera tenido lugar y tomarán de inmediato las medidas necesarias para prevenir, evitar y, en su caso, corregir las consecuencias que de ello pudieran derivarse.

Se considerará información privilegiada toda información de carácter concreto que se refiera a uno o varios valores y a uno o varios emisores de valores, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre la cotización de tales valores.”

Se dijo que toda la doctrina española está conteste en que este precepto consagra un concepto y criterio objetivo, en términos de que no se requiere como requisito para configurar el ilícito del artículo 81 de la ley, la existencia previa de una relación de confianza o de lealtad entre el autor de la conducta prohibida y el emisor del valor o la fuente de la información.

Se afirmó que en nuestro ordenamiento positivo ocurre exactamente lo mismo. Se prescinde de toda consideración relativa a los sujetos, por lo que es intrascendente si existe entre ellos y el emisor algún tipo de relación fiduciaria o deber de lealtad. Se prescinde además de cuál haya sido la fuente de la información y de cómo se haya accedido a ella; que objetivamente se trata de proteger y de amparar la simetría e igualdad de acceso a la información al punto de que no exista la posibilidad de que ninguna persona decida en base a información relevante no disponible para la generalidad del público.

En suma, se dijo que cualquiera persona que por su cargo, posición, actividad o relación, dentro o fuera del emisor, con o sin relación fiduciaria con éste, conozca información que por sus características tenga el potencial para influir el precio de la acción en el mercado, está obligada a seguir el deber de conducta exigido por el artículo 165 de la Ley N° 18.045.

b) Frente a la alegación de los sancionados de que la infracción del artículo 165 de la LMV requiere la prueba de un elemento subjetivo, como la culpa o el dolo, la defensa de la SVS hizo presente que tales exigencias no son consistentes con las disposiciones legales que se citan y revelan la grave confusión en que incurrieron las sentencias de primera y segunda instancia, al confundir los elementos configurativos de la responsabilidad extracontractual, con la responsabilidad originada por infracción de un deber de conducta descrito en la ley o de una obligación de resultado (art. 165 de la LMV).

Se sostuvo que las normas legales que estructuran el marco normativo del mercado de valores encierran la tutela y protección de valores jurídicos necesarios e indispensables para asegurar el correcto y eficiente funcionamiento del mismo mercado; que al vulnerarse valores tan significativos como la fe pública, transparencia, igualdad y eficiencia informativa, entre otros, se entorpece a tal extremo su funcionamiento, que el mercado de valores deja de cumplir las funciones económicas que le son propias por la muy simple razón de que los

agentes involucrados dejan de operar en él, razón por la cual la infracción de su normativa se sanciona por el daño que se causa al interés público de contar con un mercado de valores que cumpla las funciones económicas que le son propias, como lo son las de contribuir a la formación de capital en la economía del país; y que para sancionar su infracción no se considera si se produjo o no daño al patrimonio privado, ya que basta con que se infrinja la norma en cuestión, pues ello importa la violación del bien jurídico tutelado.

Se afirmó que si la conducta infractora originó además un daño al interés privado no es una cuestión que le corresponda calificar a la autoridad encargada de velar por el respeto de los valores jurídicos que posibilitan su funcionamiento, ya que lo que sanciona la autoridad es la infracción de los deberes de conducta impuestos por la norma, con independencia de que ello hubiere o no originado perjuicio o beneficio en algún patrimonio privado; que si hay o no daño o beneficio a algún patrimonio privado que deba ser indemnizado es una cuestión que deberá resolverla el tribunal competente previo requerimiento de la parte que se estime afectada.

Se dijo que en el marco general de una regulación que resguarda el orden público, como son las normas que sancionan la transgresión de las obligaciones aludidas, no pueden entremezclarse los daños de índole material que puedan afectar al patrimonio de los inversionistas en particular, con los que atañen al interés público y que el Estado en cuanto tal ha de garantizar a sus miembros, aunque provengan de la misma contravención.

Se agregó que en el caso en comentario no se está en el plano de la responsabilidad extracontractual en que algún agente de mercado ha experimentado un daño en su patrimonio privado, por lo que no debían buscarse los elementos configurativos de este tipo de responsabilidad; que la sanción de la autoridad se aplicó porque se ha violado un deber de conducta descrito en la ley, con independencia de la responsabilidad que pudiere caberle al infractor por los daños que la misma conducta hubiere originado a algún particular; y que sólo en el plano de la responsabilidad extracontractual habrá que buscar si hubo o no perjuicio, si hay dolo o culpa y si hay o no relación de causalidad entre la conducta y el daño.

Se sostuvo que no era efectivo que la SVS hubiere presumido dolo en la conducta de los reclamantes, como se afirma en el considerando N° 11; que nada de ilícito hubo en la pretensión de los reclamantes de defender su posición de pacto controlador; que el ilícito se cometió por el medio utilizado que les estaba prohibido en función de su conocimiento de información privilegiada; que tampoco lo hubo en la decisión del Grupo Luksic de abandonar el supuesto "sobrentendido existente" en cuanto a que su inversión en el Banco

de Chile era pasiva y meramente financiera; pero que los medios empleados para alcanzar objetivos lícitos también deben ser lícitos; que en el caso en comentario los sancionados disponían de medios de defensa para consolidar su posición controladora (esperar la acción del Grupo Luksic y reaccionar; lanzar una OPA competidora; divulgar la información como hecho esencial, etc.), ya que el marco normativo del mercado de valores los provee, respetando con ello el principio básico de igualdad de trato y de eficiencia informativa que se tutela en las normas referidas; y que si optaron por defender su posición de pacto controlador a partir del conocimiento de la información de que el Grupo Luksic abandonaba su condición de inversionista pasivo en esa entidad bancaria, violaron el deber de conducta que la ley les imponía.

En suma, se dijo que por tratarse de una obligación de resultado, la sola infracción del deber de conducta descrito en la ley es al menos expresión de culpa en el actuar.

c) Frente a la alegación de los sancionados de que los deberes de conducta impuestos por el artículo 165 de la LMV son recíprocos, por lo que si la información era privilegiada para quien la recibe, también debe serlo para quien la revela, la defensa de la SVS hizo presente que es su deber interpretar los conceptos legales de tal modo que ellos se constituyan en un estímulo para el desarrollo de los negocios y actividades comerciales, cuidando siempre que en esta interpretación queden a buen resguardo los bienes jurídicos que se tutelan en la normativa cuya protección le ha sido encomendada.

Se afirmó que se trata de evitar que tales interpretaciones “entrapen las tratativas comerciales”; que en ese contexto, para facilitar el desarrollo de los negocios, se ha entendido que forma parte de una negociación comercial el intercambio de información que viabilice y haga posible tal negociación; que si la información que se intercambia tiene la aptitud de afectar la cotización de los títulos objeto de esa negociación, todos los partícipes de la misma están obligados a guardar estricta reserva sobre la información que conocen, quedándoles estrictamente prohibido utilizarla para beneficio propio o de terceros relacionados; que el círculo dentro del cual puede intercambiarse esa información lo cierran las contrapartes negociales de la misma; que la información generada entre contrapartes negociales como parte de una estrategia de negocios que tiene la aptitud de afectar la cotización de los títulos envueltos en esa negociación, debe quedar dentro del círculo que lo cierran las partes de esa negociación; que a todas las partes envueltas en esa negociación les es exigible el deber de conducta de no revelar a terceros ajenos a ese círculo la información que conocen con motivo de esa negociación, ni menos aún aprovechar para beneficio propio o de terceros relacionados la misma información; pero que si una de esas partes rompe el círculo y a partir del conocimiento de

tal información la utiliza contratando con terceros ajenos a ese círculo negocial, con respecto a ese tercero se está en posición de privilegio, lo que le impone al conocedor de tal información el deber de conducta de no adquirir valores sobre los cuales posee tal información.

Se dijo que sostener, como lo hacen las sentencias de primera y segunda instancia, que la información generada entre contrapartes negociales como parte de una estrategia comercial no puede ser revelada por una de ellas por que es privilegiada, importaría transformar a esta institución en un obstáculo "que conduciría inexorablemente a entrapar las tratativas comerciales" (considerando N° 12)

Se sostuvo que en el caso en comentario, entre el Grupo Luksic y el pacto controlador del Banco existía una relación comercial –posiciones accionariales en el Banco de Chile– que originó la comunicación de información de aquellos a estos; que los terceros ajenos a ese círculo negocial desconocían tal información, por lo que el conocimiento de tal información colocó al pacto controlador en posición de privilegio con respecto a los terceros –accionistas del Banco de Chile– que desconocían tal información; y que tal posición de privilegio les imponía el deber de conducta de no adquirir de esos terceros valores sobre los cuales se poseía tal información y que aquellos terceros ignoraban.

En suma, se dijo que de sostener que el señor Luksic no pudo haber revelado la información a los reclamantes, importaría interpretar el concepto de un modo que lo transforme en un obstáculo para el desarrollo de las "tratativas comerciales".

IV. Sentencia de la Excma. Corte Suprema

La sentencia de la Excma. Corte Suprema interpretó correctamente el artículo 165 de la LMV, según su genuino sentido y finalidad.

Declaró que los deberes de conducta descritos en el citado artículo 165 de la LMV son exigibles a "cualquier persona", lo que también abarca a las personas jurídicas, al señalar en el considerando N° 21 lo siguiente:

"21°) ...y al decir cualquier persona se involucra tanto a las personas naturales como a las jurídicas, pues el legislador no distinguió entre unas u otras".

En relación con los sujetos obligados por los deberes de conducta descritos en el artículo 165 de la LMV, declaró en el considerando N° 21 lo siguiente:

"21°) Que, dada la amplitud de la norma recién mencionada, su ámbito de aplicación es extenso y comprende a todas las personas que en razón de su cargo, posición, actividad o relación tengan acceso a información de carácter privilegiado...".

En lo que dice relación con los deberes de conducta descritos en el artículo 165 de la LMV, declaró en los considerandos N°s 20 y 21 lo siguiente:

"20°) *...Para ello resulta necesario aclarar que no cualquier conocimiento de información es reprochable, pues muchas veces resulta inevitable el conocimiento previo por pequeños grupos de inversores, de ciertas decisiones de compras o ventas de acciones, es más, ello ocurre con cierta habitualidad; sin embargo, lo censurable es el hecho de valerse, de servirse, de sacar provecho individual de la misma, sea obteniendo beneficios indebidos o evitando pérdidas económicas*".

"21°) *...La norma en comento comprende la prohibición total de adquisición o venta para sí o para terceros de los valores respecto de los cuales se posea información privilegiada, y su incumplimiento trae como consecuencia la imposición de la sanción contemplada en la ley;*".

En relación concretamente con la conducta desplegada por los sancionados, declaró en los considerandos N°s 22 y 23 lo siguiente:

"22°) *Que en el caso específico materia de este juicio, cabe remarcar, tal como se señaló con anterioridad, a través de la conversación sostenida entre los señores, y los demandantes, estos últimos tuvieron conocimiento de cualquier información atinente a los negocios de uno o varios emisores de valores o a uno o varios valores por ellos emitidos, concretamente, a ciertos negocios de Quiñenco S. A., a las acciones del Banco de Chile que esta sociedad poseía, y al valor de éstas en la oferta de compra que se lanzaría días después, información que no fue divulgada con anticipación al mercado, por lo que los actores, por esta última circunstancia, se encontraban en una situación de privilegio respecto de los demás inversores, lo que determinó, asimismo, un alza en el precio de dichas acciones, las que alcanzaron un valor de \$ 50;*".

"23°) *Que, acorde a lo reflexionado, la conducta de los demandantes encuadra dentro de las hipótesis propuestas por el artículo 165 de la ley tantas veces citada, puesto que, en razón de ser el grupo controlador del Banco de Chile, don Andrónico Luksic Craig sostuvo una reunión con ellos y les informó, a nombre de Quiñenco S. A., que en los días inmediatamente posteriores, esta última entidad lanzaría una oferta pública de compra de acciones del Banco de Chile, por un valor de \$ 50 la acción, para incrementar así la posición que*

Quiñenco S.A. tenía entre los accionistas de dicho Banco. En esta perspectiva, pese a estar en posesión de información que revestía el carácter de privilegiada por lo explicado anteriormente, no cumplieron con la prohibición de utilizar en beneficio propio o de terceros relacionados tal información, sino que, por el contrario, recomendaron al Directorio la adquisición de las acciones ya referidas. Vale decir, se valieron y sirvieron indebidamente del conocimiento que poseían y la influencia que dicha información tendría sobre tales valores;"

En suma, la sentencia en comentario interpretó el artículo 165 de la LMV en un sentido amplio, tanto en relación con los sujetos obligados, como en lo relativo a los deberes de conducta exigibles a tales personas.