

# **Nuevos deberes informativos y precisiones en torno al concepto de información privilegiada en el contexto de la ley que perfecciona el gobierno corporativo en empresas privadas<sup>1</sup>**

**Francisco Pfeffer Urquiaga**

Profesor de Derecho, Economía y Mercado  
Facultad de Derecho  
UNIVERSIDAD DEL DESARROLLO

**Resumen:** La ley N°20.382, publicada en el Diario Oficial el 20 de octubre del año 2009, con vigencia a partir del 1° de enero de 2010, introdujo importantes modificaciones a la ley de Mercado de Valores (LMV) y a la ley de Sociedades Anónimas (LSA), entre otras materias, en lo relacionado a los deberes informativos que recaen en accionistas, directores, gerentes, ejecutivos principales y administradores, además de haber precisado en algunos aspectos el concepto de información privilegiada y los deberes de conducta de quienes conocen este tipo de información. En este artículo se abordarán las principales reformas introducidas por la citada ley en los aspectos mencionados.

\* \* \*

## **1. La información en el mercado de valores**

Es un punto pacífico entre los entendidos concordar en la importancia que tiene la información en la actividad económica.

Más aún, en cuanto a la gran trascendencia que ella tiene en el funcionamiento del mercado de valores y más específicamente en el mercado accionario.

Se sabe que el mercado de valores en general y el accionario en particular sólo funcionan eficientemente cuando la información disponible sobre un título se divulga en forma veraz, suficiente y oportuna, de manera tal que aquella se pueda internalizar e incorporar rápidamente al precio del papel.

---

<sup>1</sup> Disponible en [www.pfeffer.cl](http://www.pfeffer.cl)

Se sabe también que el objeto transado en estos mercados son sólo papeles. Títulos representativos de deuda, de capital, opciones, productos derivados y en general promesas de pago.

Por ser sólo papeles, el valor de los mismos depende de la capacidad de los agentes económicos de anticipar los eventos y flujos futuros asociados a los mismos, la que a su vez está directamente vinculada a la información disponible sobre el emisor de esos papeles y sus negocios.

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 o distorsión 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 información nueva determina rápidamente una correspondiente asignación de valor y por tanto de un nuevo precio.

Por consiguiente y dado que el precio de los papeles depende de los eventos futuros asociados a los mismos, los que a su vez se relacionan directamente con la información disponible del emisor de esos papeles y sus negocios, es de la mayor importancia asegurar que la información que fluya del emisor al mercado lo sea de un modo veraz, suficiente y oportuno.

Cuando ello ocurre todos los agentes de mercado que transan valores al precio que refleja la información disponible sobre el papel, 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.

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 trasvasijos 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 participantes en él la conocen, es claro que las decisiones de inversión o desinversión no se adoptarán en un pie de igualdad entre los diversos agentes que operan en este. 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.

Recogiendo estas ideas, los diversos autores que se han ocupado del tema han destacado como los grandes pilares que permiten un funcionamiento eficiente del mercado de valores, los siguientes:

a) Fe pública (quizás con mayor propiedad "Fe del público"): esto es, la generalizada convicción de tratarse de un mercado regular y confiable, es determinante para que los distintos agentes participen en él y crean en sus mecanismos.

b) Igualdad entre los inversores: esto es, que existe la plena certeza de que las decisiones que adoptan los agentes del mercado se basan en el mismo nivel de información, a fin de evitar asimetrías entre aquellos.

e) Información plena y veraz: esto es, que exista la plena convicción de que la información que se divulga y comunica se basta a sí misma, en términos de proporcionar la cantidad necesaria de antecedentes como para comprender cabalmente la magnitud del hecho informado, al punto que ello permita a los agentes de mercado evaluar los efectos que ese hecho podría provocar en sus decisiones de inversión; y que la información que se divulga y comunica sea efectivamente veraz, esto es, que exista una total conformidad entre el hecho conocido y el divulgado;

d) Transparencia: esto es, la existencia de un conjunto de mecanismos que permitan conocer, en cada momento en el tiempo, los datos básicos de las operaciones realizadas y que van determinando el valor y precio de los papeles que circulan en los mercados.

Se trata de garantizar a los inversores y al público en general el acceso a información confiable y suficiente sobre las distintas circunstancias susceptibles de afectar la negociación y el precio de los títulos accionarios; de asegurar 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 puedan acceder de un modo simétrico a los mismos niveles de información que determinan el valor y precio de los títulos valores que se transan; en fin, de garantizar que los precios de los títulos internalicen toda la información que los pueda afectar.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> La Excm. Corte Suprema, en sentencia de casación de 27 de octubre de 2005, dictada en los autos rol N°4930-04 –caso Banco de Chile–, declaró en el considerando N° 18 "...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 que 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 solo algunos de los inversores la conocen, sus decisiones de compra o venta de acciones se adoptan con ventaja respecto del resto de ellos".

En el propósito de perfeccionar aun más los diversos mecanismos que aseguren mayor y mejor flujo de información al mercado, la Ley N° 20.382 incorporó y agregó nuevos deberes informativos. En Mensaje del Ejecutivo ya se indicaba que el propósito del proyecto era aumentar el flujo de información al mercado, permitiendo al regulador y a los accionistas una mejor supervisión y evaluación de la empresa. De igual modo, se precisaba que el deber de no abusar de la información privilegiada no podía quedar sólo entregado a la autoridad, ya que es en directo interés de los accionistas de la empresa de que ello no ocurra.<sup>3</sup>

## **2. Nuevos deberes informativos y sujetos obligados**

A los ya numerosos deberes informativos dispersos en la LMV y en la LSA, la Ley N° 20.382 agregó un buen número.

Los deberes informativos regulados en la LMV y en la LSA se pueden sistematizar y agrupar según sea la persona que resulte obligada por el mismo.

### **a) Deberes informativos de los accionistas**

La norma anterior imponía a las personas que directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas posean el 10% o más del capital suscrito de una sociedad cuyas acciones se encuentren inscritas en el Registro de Valores, o que a causa de una adquisición de acciones lleguen a tener dicho porcentaje, el deber de informar a la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) y a cada una de las bolsas de valores del país en que la sociedad tenga valores registrados para su cotización, de toda adquisición, directa o indirecta o enajenación de acciones que efectúen de esa sociedad, dentro de los dos días hábiles bursátiles siguientes al de la transacción o transacciones respectivas.

La norma actual amplía esta obligación y ahora tales personas también deben informar toda adquisición o enajenación que efectúen de contratos o valores cuyo precio o resultado dependa o esté condicionado, en todo o parte significativa, a la variación o evolución del precio de dichas acciones, a más tardar al día siguiente en que se ha materializado la operación.

De consiguiente, tales personas deberán informar ahora la adquisición o enajenación de contratos de opciones, productos derivados y en general de cualquier otro instrumento cuyo precio se determine, dependa o esté condicionado al precio de las acciones de que son propietarios. La conducta de accionistas mayoritarios en cuanto a compra o enajenación de valores es una cuestión que el mercado valora y sigue.

<sup>3</sup> Mensaje del Ejecutivo, Boletín N° 563-355, de 28 de agosto de 2007.

Como señal, no es indiferente lo que tales personas hagan o dejen de hacer respecto de los valores de que son propietarios.

De allí que esta nueva obligación contribuye a generar mayores flujos de información y de mejor calidad, lo que permitirá un mayor y mejor conocimiento sobre las decisiones de inversión o desinversión que adopten los accionistas mayoritarios.

Se mantuvo la exigencia introducida por la Ley N° 19.705<sup>4</sup> de que estos mismos accionistas mayoritarios deben informar si las adquisiciones que han realizado obedecen a la intención de adquirir el control de la sociedad, o si dicha adquisición sólo tiene el carácter de inversión financiera.

### **b) Deberes informativos de directores, gerentes, administradores, ejecutivos principales y liquidadores**

La norma anterior imponía a directores, gerentes, administradores, ejecutivos principales y liquidadores, cualquiera sea el número de acciones que posean, el deber de informar a la Superintendencia y a cada una de las bolsas de valores del país en que la sociedad tenga valores registrados para su cotización, de toda adquisición, directa o indirecta o enajenación de acciones que efectúen de esa sociedad, dentro de los dos días hábiles bursátiles siguientes al de la transacción o transacciones respectivas.

Dada la importancia de los cargos que tales personas ocupan en la administración de la empresa, la ley no establecía –ni establece– la exigencia de poseer un número mínimo de acciones para que nazca el deber de informar transacciones sobre acciones de ese emisor.

La norma actual amplía esta obligación y ahora tales directivos<sup>5</sup> también deben informar toda adquisición o enajenación que efectúen de contratos o valores cuyo precio o resultado dependa o esté condicionado, en todo o parte significativa, a la variación o evolución del precio de dichas acciones, a más tardar al día siguiente en que se ha materializado la operación, en los mismos términos en que existe esta obligación para los accionistas, explicada en lo precedente.

Completamente nueva es la obligación de directores, gerentes, administradores y ejecutivos principales, así como de las entidades controladas directa o indi-

<sup>4</sup> Un estudio más completo sobre las reformas introducidas por la Ley N° 19.705 puede consultarse en PFEFFER URQUIAGA, Francisco, y PFEFFER URQUIAGA, Germán (2002), *Reforma a la Legislación de Mercado de Capitales* (Santiago, LexisNexis), Tomo I.

<sup>5</sup> En lo sucesivo, cada vez que se emplee la expresión “directivos”, nos estamos refiriendo a lo que la ley denomina como directores, gerentes, administradores, ejecutivos principales y liquidadores.

rectamente por ellos, de informar a las Bolsas de Valores (BV) en que el emisor se encuentre inscrito sobre su posición en valores de éste y de las entidades del grupo empresarial de que forme parte.

La obligación de informar está referida a la posesión de valores y no necesariamente a la propiedad sobre los mismos. Queda incluido aquí el deber de informar los préstamos de acciones que recibe el directivo o la posesión sobre los mismos, cualquiera sea el título que lo habilite para poseer. Se extiende el deber de informar la posesión de valores respecto de todos aquellos que lo sean de emisores del mismo grupo empresarial de que forme parte el emisor en el que se es directivo.<sup>6</sup> Esta información se deberá proporcionar dentro de tercer día hábil cuando las personas asuman su cargo o sean incorporadas al registro público de ejecutivos principales,<sup>7</sup> cuando abandonen el cargo o sean retiradas de dicho registro, así como cada vez que dicha posición se modifique en forma significativa.

Es también una novedad en la LMV la obligación que pesa sobre directores, gerentes, administradores y ejecutivos principales, así como de las entidades controladas directamente por ellos o a través de terceros, de informar mensualmente y en forma reservada al directorio o al administrador del emisor, la posición que aquellos tengan en valores de los proveedores, clientes y competidores más relevantes de la entidad, incluyendo aquellos valores que posean a través de entidades controladas directamente o a través de terceros.

En este caso el receptor de la información no es el mercado ni el público, sino que el directorio del emisor o quien administre al emisor. Es el directorio el que debe calificar cuándo concurre la exigencia de "relevancia" que exige la ley. Además, le corresponde determinar quiénes estarán comprendidos en las mencionadas calidades, debiendo formar una nómina reservada.

En nuestra opinión, se trata de un deber informativo que apunta más a la correcta resolución de un conflicto de interés que al objetivo de mejorar la calidad e integridad de la información que fluya al mercado.

Conocido por el directorio el hecho de que algún directivo está en posesión de valores de proveedores, clientes o competidores relevantes de la compañía, es evidente que tal circunstancia activará los mecanismos de resguardo que se regulan en los nuevos artículos 146 y siguientes de la LSA para protegerse del potencial peligro de extracción de riqueza a través de una operación con

<sup>6</sup> Grupo empresarial es un concepto legal definido en el artículo 96 de la LMV.

<sup>7</sup> El artículo 68 de la LMV establece la obligación del directorio de mantener actualizado el registro público que lleva la SVS sobre presidentes, directores, gerentes, ejecutivos principales, administradores y liquidadores de las entidades sujetas a su vigilancia.

parte relacionada o de la adopción de acuerdos que estén interferidos por el interés del directivo en aquellos terceros.

De otro lado, el deber informativo está también referido a la posesión en valores y no necesariamente a la propiedad sobre los mismos. De este modo, deben también informarse las acciones en préstamo que se tengan de clientes, proveedores o competidores del emisor, entre otras situaciones en que se detenta posesión y no propiedad.

### **c) Deberes informativos del colectivo directorio**

Dando un mayor espacio a la autorregulación y en la idea de incrementar el protagonismo y responsabilidad del directorio en lo relativo a la adquisición o enajenación de valores por parte de directores, gerentes, administradores y ejecutivos principales de la sociedad, se impone al colectivo directorio la obligación de adoptar una política que establezca normas, mecanismos de control y responsabilidades conforme a los cuales se podrán hacer tales operaciones.

Es el directorio el obligado a adoptar la política. La sola omisión en el cumplimiento de esta obligación lo hace acreedor de la sanción administrativa correspondiente. También, de los perjuicios que de ello podrían derivarse para la sociedad y los accionistas. Cabe recordar que la infracción al deber de diligencia y cuidado que establece el artículo 41 de la LSA se relaciona con el incumplimiento de un deber normativamente exigido por el citado dispositivo legal, como lo sería este caso. Así, la omisión en el cumplimiento de este deber hará al directorio responsable de los perjuicios que se causen a la sociedad y accionistas con independencia de la responsabilidad que pudiere hacerse efectiva en la persona del directivo infractor.

En la definición y contenido de esta política tendrá enorme cabida y espacio el principio de autonomía de la voluntad y de libertad contractual, en cuanto a que el administrador del emisor podrá establecer niveles y estándares de conducta mucho más altos y exigentes que aquellos exigidos en la norma legal.

Es de esperar que el mercado valore y premie a aquellas empresas que se autoimpongan exigencias por sobre el mínimo legal, en términos de permitirles acceso a financiamiento a precios menores de aquellos que pagan empresas que no elevan los estándares de comportamiento de sus directivos.

En cumplimiento del mandato constitucional –artículo 19 números 21 y 24 de la Constitución Política de la República–, la Ley N° 20.382 expresamente autorizó a que esta política pudiera establecer como limitación al derecho de propiedad y a la garantía reconocida en la Ley Fundamental de libertad económica de que gozan los directivos respecto de las acciones de que son propietarios,

la prohibición total y permanente para aquellos de efectuar operaciones de adquisición o enajenación de valores de la sociedad o valores cuyo precio o resultado dependa o esté condicionado, en todo o en parte significativa, a la variación o evolución del precio de dichos valores.

Lo anterior significa que operando esta prohibición total y permanente, ningún directivo de la sociedad podrá comprar o vender valores del emisor durante todo el tiempo en que el directivo se desempeñe como tal. Se elimina así la posibilidad de que estas personas pudieran operar con información privilegiada, al quedar vedada la opción de comprar o vender valores del emisor en que se desempeñan. Es criticable el extremo rigor de esta posible medida, porque impide una identificación entre el interés del directivo y el de la sociedad. Una buena gestión de la administración incrementa el valor de la compañía. Al impedirse al directivo la compra de valores del emisor, se obstaculiza una alineación de intereses entre éste y la sociedad, lo que podría producir una desmotivación en la labor de la administración, al eliminarse los potentes incentivos inherentes a la propiedad.<sup>8</sup> Con todo, es la administración del emisor la que tendrá que decidir cuál es el nivel de exigencia que le impone a sus directivos, a partir del beneficio esperado, en términos de costo de fondos, que estima alcanzará con estas medidas.

Los obligados por esta prohibición, y también por todas las otras limitaciones que autoriza la ley, son sólo los directores, gerentes, administradores y ejecutivos principales, así como las entidades controladas directamente por ellos o a través de terceros. Quedan excluidos los accionistas de la sociedad.

Una segunda limitación autorizada por la ley para incorporar en esta política, es la prohibición transitoria de comprar o vender valores del emisor o valores cuyos precios se determinen por estos, por periodos definidos por el directorio, teniendo en consideración las actividades, eventos o procesos de la entidad.

Se trata de una limitación mucho más laxa o menos restrictiva, acotada a ventanas de tiempo, que impedirá a los directivos transar con valores del emisor sólo en aquellos periodos de tiempo en que el mismo directorio lo precise.

Eventos como la aprobación de los estados financieros, acuerdos de fusión o adquisición, reparto de dividendos, cambios de control, nuevos negocios, ventas o compras de activos, cambios en la propiedad o en la administración y, en general, de anuncios que constituyan información esencial, estarán incluidos en las ventanas de tiempo en que quedará prohibido para el directivo comprar o vender valores del emisor o valores cuyos precios se determinen por estos.

<sup>8</sup> Si la retribución del directivo no está alineada con el resultado de su gestión, desaparecerían los incentivos en su desempeño.

El tiempo de la prohibición y el contenido de los eventos serán, sin duda, las circunstancias que marcarán las diferencias entre las empresas. Y a partir de estas, el mercado podrá discriminar, castigando o premiando en términos de costo de fondos, a aquellas que generen mayor convicción y confianza de que sus directivos no aprovecharán su condición para extraer riqueza de los accionistas o de la sociedad. Periodos muy prolongados de prohibición generarán los efectos adversos enunciados en los párrafos que anteceden. Si son demasiado breves, no permitirán generar las confianzas necesarias ni acceder a los beneficios que conlleva la implementación de este mecanismo de autorregulación.

Una tercera limitación que autoriza la ley, que es una solución intermedia que combina a las dos anteriores, es la de establecer una prohibición permanente de adquirir y enajenar, o de enajenar y posteriormente adquirir los valores ya referidos, si entre tales operaciones no hubiere transcurrido a lo menos un plazo determinado de días hábiles bursátiles.

A modo de sanción, esta política podrá establecer que la violación de la prohibición genere para el infractor, además de los efectos laborales que correspondan, la obligación de pagar, a la entidad respectiva, una multa equivalente a un porcentaje de la operación o el monto total de la ganancia obtenida o la pérdida evitada.

De este modo, la infracción a la prohibición podrá constituir incumplimiento grave de las obligaciones del contrato, con el consiguiente efecto en la relación laboral del directivo.

Esta sanción no obstará a la aplicación de las sanciones legales que sean procedentes cuando además se haya infringido la ley. Entonces, es compatible con la sanción administrativa que pudiere aplicar la SVS por infracción a las normas que prohíben comprar o vender valores estando en posesión de información privilegiada y con el deber de reparar los correspondientes perjuicios a la sociedad y a los accionistas, en el evento de que estos también se hubieren producido.

Esta política y cualquiera modificación de que sea objeto deberán ser puestas en concomitamiento del público mediante aviso o inserción en el sitio web de la empresa.

Es también una nueva obligación que pesa sobre el colectivo directorio, el deber de adoptar una norma interna que contemple los procedimientos, mecanismos de control y responsabilidades que aseguren la divulgación de información continua y esencial que todo emisor debe entregar a la SVS y al mercado.

Tal como se dijo en lo que antecede, el incumplimiento de esta nueva obligación hace al colectivo directorio responsable de los daños y perjuicios que ello

podiera originar a los accionistas y a la sociedad, sin perjuicio de las sanciones administrativas que pudiera aplicar la SVS al constatar esta infracción.

Que sea el directorio, cargando con la consiguiente responsabilidad por el incumplimiento, el que se encargue de definir los procedimientos, mecanismos de control y responsabilidades en la divulgación de la información continua y esencial es, en nuestra opinión, un gran avance. Por un lado, porque ello facilitará y hará más ágil y eficiente la comunicación de información continua y esencial al ser el administrador del emisor quien defina la forma de hacerlo. Y por el otro, porque se da un paso significativo en mayores espacios para la autorregulación en la administración de la empresa.

Innova también la Ley N° 20.382 al imponer como nueva obligación al administrador del emisor el deber de informar a la SVS y a las BV en que se transen sus acciones, las adquisiciones y enajenaciones de sus acciones que efectúen sus personas relacionadas, en la forma y con la periodicidad que determine la Superintendencia mediante norma de carácter general.

Se trata de una obligación que recae en el directorio de la sociedad, cuyo incumplimiento origina todas las responsabilidades comentadas en lo que antecede, que es distinta y no excluye a la obligación que pesa sobre los accionistas y directivos de informar la adquisición o enajenación de valores en los términos ya explicados en los párrafos anteriores.

De este modo, existirá un doble control sobre estas adquisiciones y enajenaciones. Por un lado, deberá informar el emisor y, por el otro, los directivos y accionistas que realicen tales operaciones.

En el mismo propósito comentado de dar más protagonismo y responsabilidad al administrador del emisor en el manejo de la información, la Ley N° 20.382 también coloca en el colectivo directorio la responsabilidad de adoptar las medidas apropiadas para evitar que la información respecto de la situación legal, económica y financiera de la sociedad sea divulgada a personas distintas de aquellas que por su cargo, posición o actividad en la empresa deban conocer dicha información, antes de ser puesta a disposición de los accionistas y el público. De ocurrir ello por falta de controles y procedimientos adecuados, el directorio será el responsable de los daños y perjuicios que ello originan a la sociedad y los accionistas.

Respecto de los corredores de bolsa y agentes de valores, con independencia a la estructura jurídica asumida para organizarse, y con mayor razón si operan bajo la forma de una sociedad anónima abierta, la Ley N° 20.382 les impone la obligación de definir, hacer públicas y mantener debidamente actualizadas, normas que rijan los procedimientos, mecanismos de control y responsabilida-

des que les serán aplicables en el manejo de la información que obtuvieren de las decisiones de adquisición, enajenación y aceptación o rechazo de ofertas específicas de sus clientes, así como de cualquier estudio, análisis u otro antecedente que pueda incidir en la oferta o demanda de valores en cuya transacción participen. Estas normas y sus modificaciones deberán ajustarse a los requisitos mínimos que fije la Superintendencia mediante norma de carácter general.

En línea con la filosofía que inspiró a la reforma de la Ley N° 20.382, se coloca en un primer nivel y bajo la responsabilidad de quien administra al intermediario, que se supone le impondrá un estándar superior al mínimo legal, la obligación de definir la forma cómo se operará con la información que tales corredores y agentes conocen en el desempeño de su función.

Los efectos de esta nueva obligación y su incumplimiento son los que hemos comentado en lo que antecede.

En suma, luego de las reformas introducidas por la Ley N° 20.382 es el colectivo directorio el primer obligado, con las consecuencias derivadas del incumplimiento de estos nuevos deberes, en la definición de conductas y estándares de comportamiento de los directores, gerentes, administradores y ejecutivos principales, tanto en lo referido a la adquisición o enajenación de valores del emisor o valores cuyos precios se determinan por aquellos, como en lo relativo al manejo, difusión y comunicación de la información del emisor al mercado, a las bolsas de valores y a la SVS.

### **3. Precisiones al concepto de información privilegiada<sup>9</sup>**

Como se sabe, es el artículo 164 de la LMV el que define el concepto de información privilegiada.<sup>10</sup>

La Ley N° 20.383 sólo introduce algunas precisiones a la categoría específica de información privilegiada que regula el inciso 2° del dispositivo indicado.

<sup>9</sup> Sobre el concepto de información privilegiada y los deberes de conducta de quienes la conocen, se pueden consultar los siguientes trabajos de mi autoría: *"Concepto de información privilegiada y deberes de conducta de quienes están en posesión de ella, a la luz de la jurisprudencia emanada de la Excm. Corte Suprema."*, entregado para su publicación a la Revista de Derecho Comercial de la Facultad de Derecho de la Universidad de Chile, en imprenta, pero disponible en el sitio web [www.pfeffer.cl](http://www.pfeffer.cl); y *"A propósito de una sentencia sobre uso de información privilegiada"*, publicado en Revista Actualidad Jurídica, N°15, enero de 2007, páginas 255 y siguientes, Universidad del Desarrollo, también disponible en el sitio web antes mencionado.

<sup>10</sup> El inciso 1° del artículo 164 de la LMV señala: *"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"*.

La norma anterior a la reforma señalaba que *“También se entenderá por información privilegiada, la que se tiene de las operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores”*.

Como se desprende del precepto anterior y del actual –con las precisiones que se apuntarán en lo que sigue–, lo que hace este inciso segundo es ampliar el concepto de información privilegiada más allá del conocimiento que se tenga sobre informaciones del emisor, sus valores y sus negocios. Lo extiende al conocimiento que se tenga sobre operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional.<sup>11</sup>

La razón es simple. Dada la envergadura, cuantía e importancia de los movimientos de valores que hacen estos inversionistas, el legislador entiende que las operaciones realizadas o a realizar por estos por sí solas tienen la capacidad de afectar la cotización de los mismos valores en el mercado.

De ello se sigue que el conocimiento que se tiene de las operaciones de adquisición o enajenación de acciones a realizar por un inversionista institucional, es siempre información privilegiada, dado que por sí solas tales operaciones tienen la aptitud causal de afectar el precio del valor en el mercado.

Es una especie de presunción de derecho que no admite prueba en contrario.

Es también de sobra sabido que para configurar el ilícito de operar con información privilegiada no se requiere de una alteración real del precio del valor en el mercado. Basta con la sola posibilidad de que ello pueda ocurrir. Sólo se requiere que la conducta reprochada tenga la aptitud causal o la potencialidad de producir un resultado, sin que la materialización de éste sea un elemento del tipo infraccional. Así se explican las expresiones *“sea capaz de influir”* u *“operaciones a realizar”* que emplea el artículo 164 de la LMV.

Se sigue de ello que para que se configure esta categoría específica de información privilegiada sólo deben concurrir copulativamente los requisitos de que exista un inversionista institucional y que este inversionista institucional hubiere adoptado una decisión de adquisición o enajenación de acciones.

Faltando el inversionista institucional o faltando la decisión de adquisición o enajenación de valores no es posible que se configure esta categoría específica de información privilegiada.

---

<sup>11</sup> El artículo 4° bis, letra e) de la LMV define lo que se entiende por inversionista institucional.

La Ley N° 20.382 sustituyó el inciso final del artículo 164 de la LMV por el siguiente: *“También se entenderá por información privilegiada, la que se posee sobre decisiones de adquisición, enajenación y aceptación o rechazo de ofertas específicas de un inversionista institucional en el mercado de valores”*.

Se reemplazó el verbo *“tiene”* por *“posee”* y se agregaron las expresiones *“decisiones”* y *“específicas”* entre la frase *“y aceptación o rechazo de ofertas”*, que también se agrega.

La reforma hizo más estricto y exigente el concepto legal. Exige ahora que el conocimiento esté referido a *“decisiones”*, expresión que es mucho más restrictiva que el genérico *“conocimiento de operaciones”* que se pedía antes. Conocer una *decisión* es más estricto y exigente que conocer operaciones de adquisición o enajenación. La decisión es anterior a la operación y supone la existencia de una resolución o acuerdo adoptado por órgano competente dentro del respectivo inversionista institucional.

Adicionalmente, la norma actual agrega el conocimiento de decisiones de aceptación o rechazo de ofertas específicas a realizar por un inversionista institucional, que la disposición anterior no consultaba.

La aceptación o rechazo de ofertas específicas a realizar por un inversionista institucional, en cuanto a impacto y efecto en los precios, es equivalente al conocimiento de operaciones de adquisición o enajenación a realizar por estos mismos inversionistas, por lo que tiene plena justificación su incorporación.

La norma exige un conocimiento de decisiones específicas. Esto significa que la decisión que se conoce sobre aceptación o rechazo de ofertas debe contener los datos necesarios para distinguir a una decisión de otra. Es necesario indicar con precisión cuál decisión adoptada por el inversionista institucional es la que conoce el tercero y que lo coloca en condiciones de anticiparse en el mercado a la operación de aquel. Se debe singularizar e individualizar la decisión en términos tales de que no exista duda de que el conocimiento de tal decisión fue la razón que motivó el actuar del tercero en el mercado.

En suma, para que exista esta categoría específica de información privilegiada necesariamente se requiere que exista un inversionista institucional en los términos definidos en la misma LMV; que éste haya adoptado una decisión de adquisición o enajenación de valores o una decisión de aceptación o rechazo de ofertas específicas, no importando que tales decisiones se hubieren efectivamente materializado en el mercado.

#### **4. Deberes de conducta de quienes conocen información privilegiada<sup>12</sup>**

Es el artículo 165 de la LMV el que describe los deberes de conducta exigibles de quienes están en conocimiento de información privilegiada.

El inciso 1° de este dispositivo, antes de la reforma que le introdujo la Ley N° 20.382, señalaba 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”*.

Dado que el propósito de este trabajo es únicamente abordar las reformas introducidas por la Ley N° 20.382, no abundaremos en el contenido material y sustantivo de cada uno de los deberes de conducta que la ley impone a quienes están en posesión de información privilegiada. Basta sólo con recordar que estos son el de (i) guardar estricta reserva; (ii) no usar bajo ninguna modalidad la información privilegiada; y (iii) abstenerse de operar cuando se está en posesión de información privilegiada. La infracción de los dos primeros está incluso tipificada como delito con pena penal en el artículo 60, letras e), g) y h) de la LMV.

Como es de sobra conocido, el criterio recogido hasta la fecha por la jurisprudencia de nuestros tribunales de justicia es que nuestra ley no exige una relación fiduciaria entre la fuente de la información y quien conoce de la misma para configurar el ilícito de operación con información privilegiada, a diferencia de lo que ocurre en otras legislaciones.<sup>13</sup>

Bastaría con que un tercero, en razón de su cargo, posición, actividad o relación accediera y conociera información privilegiada para que quedara sujeto a los deberes de conducta dispuestos por la ley. De ello se sigue que antes de la reforma de la Ley N° 20.382, los deberes de conducta indicados en el artículo 165 de la LMV sólo se activaban cuando se accedía al conocimiento de información privilegiada por el cargo, posición, actividad o relación que se tenía con la fuente de la información.

<sup>12</sup> Véase nota número 9.

<sup>13</sup> Véase nota número 9. También véanse, por ejemplo, sentencia de 27 de octubre de 2005, recaída en ingreso rol N° 4930-2004, caratulado “Parodi con SVS”, rol contencioso N° 2343-2001, del 20 juzgado civil de Santiago, y sentencia de 26 de julio de 2007, recaída en ingreso rol número 3364-2006, caratulado “Elesur con SVS”, rol contencioso N° 4394-1997, del 10° juzgado civil de Santiago.

La Ley N° 20.382 sustituyó el inciso primero del artículo 165 de la LMV, por el siguiente: *“Cualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación con el respectivo emisor de valores o con las personas señaladas en el artículo siguiente, posea información privilegiada, deberá guardar reserva y no podrá utilizarla en beneficio propio o ajeno, ni adquirir o enajenar, para sí o para terceros, directamente o a través de otras personas los valores sobre los cuales posea información privilegiada”*.

Se agregó la exigencia de que el cargo, posición, actividad o relación se tenga *“con el respectivo emisor de valores”* o con las personas a quienes la ley, en el artículo 166 de la LMV, les presume que poseen información privilegiada. Además, se reemplazó el término *“acceso”* por *“poseer”* y se agregó la prohibición de enajenar valores sobre los cuales se posea información privilegiada, con lo que se vino a salvar una omisión existente en la norma anterior.

Poseer es tener, disponer, saber suficientemente una cosa. Es más que acceder. El vínculo que permite la posesión es más cercano que aquel que permite el simple acceso. De este modo, la exigencia de hoy acerca al sujeto obligado por el deber de conducta con de la fuente de la información.

Ahora también se exige que el cargo, posición, actividad o relación se tenga con el respectivo emisor de valores. No basta, como era la exigencia de la norma anterior, con acceder al conocimiento de información privilegiada por algún vínculo con la fuente de la información. Debe necesariamente ser con el respectivo emisor de valores o con las personas a quienes se les presume la posesión de información privilegiada.

Al agregar la prohibición de enajenar valores estando en posesión de información privilegiada, sólo se rectificó una omisión existente en la norma anterior y se clarificó y ratificó la idea de que los deberes de conducta de no usar y de abstenerse de operar con información privilegiada son independientes y autónomos uno de otro.

Es claro que la reforma hizo más estricta la norma y menos exigente la conducta debida. Desde la perspectiva del regulador, será más difícil configurar infracciones a este precepto.

Ahora la exigibilidad de los deberes de conducta está sujeta a la condición de que quien posea la información privilegiada tenga un cargo, posición, actividad o relación con o en el respectivo emisor de valores o con las personas a quienes se presume la posesión de información privilegiada indicadas en el artículo 166 de la LMV, que también se sustituye por la Ley N° 20.382.

Si antes se sancionó a quienes accedieron a información privilegiada y operaron con ella sin tener cargo, posición, actividad o relación con el emisor de valores<sup>14</sup> –pero sí con la fuente de la información– ahora sí que se exige un vínculo directo y cercano con el emisor de valores o con los sujetos calificados indicados en el artículo 166 de la LMV para poder aplicar la sanción.

Refuerza la conclusión anterior la nueva redacción que se le dio al artículo 167 de la LMV, en cuanto exige que la información privilegiada haya sido obtenida directamente del emisor o del inversionista institucional, en su caso.<sup>15</sup>

En cuanto a las presunciones que se consultan en el artículo 166 de la LMV, si bien la Ley N° 20.382 lo sustituyó en su totalidad, no son tan significativos los cambios que le introduce. En general agregó en todos los literales, como categoría de sujeto, a los ejecutivos principales<sup>16</sup> y amplió el campo de la presunción en algunos de los literales.

Sigue siendo una presunción simplemente legal.

Se reemplaza la expresión *acceso* por *posesión*. Como se dijo en lo que antecede, poseer es tener, disponer, saber suficientemente una cosa. Es más que acceder.

De este modo, desde la perspectiva de la persona a quien se le presume la posesión, el deber se hace más estricto y se eleva el estándar de exigencia.

La letra a) del artículo 166 sólo se modifica en cuanto se le agrega a los ejecutivos principales como sujetos a quienes se presume la posesión de información privilegiada. Es indudable que la agregación de esta categoría de personas a la presunción existente era tan justa como necesaria. En general, se trata de sujetos muy cercanos al círculo de la administración del emisor, por lo que es muy probable que conozcan la misma información que directores, gerentes, administradores y liquidadores de la sociedad, por lo que no había justificación alguna para no incluirlos en ésta.

En la letra b) se reemplaza la referencia que se hacía a la matriz o coligante controlador de la emisora de cuyos valores se trate, o del inversionista institu-

<sup>14</sup> Véanse las sentencias indicadas en nota anterior.

<sup>15</sup> El artículo 167 de la LMV dispone que *“Las personas que en razón de su cargo o posición, posean, hayan tenido o tengan acceso a información privilegiada, obtenida directamente del emisor o inversionista institucional, en su caso, o a través de las personas indicadas en el artículo anterior, estarán obligadas a dar cumplimiento a las normas de este Título aunque hayan cesado en la relación o posición respectiva”*.

<sup>16</sup> El artículo 68 de la LMV define a los ejecutivos principales como *“a cualquier persona que tenga la capacidad de determinar los objetivos, planificar, dirigir o controlar la conducción superior de los negocios o la política estratégica de la entidad, ya sea por sí solo o junto con otros. En el desempeño de las actividades precedentemente señaladas no se atenderá a la calidad, forma o modalidad laboral o contractual bajo la cual el ejecutivo principal esté relacionado a la entidad, ni al título o denominación de su cargo o trabajo”*.

cional en su caso, por el desempeño de directores, gerentes, administradores, ejecutivos principales y liquidadores en el controlador del emisor o del inversionista institucional, en su caso. Se amplía el ámbito de la presunción al eliminar la referencia a la matriz o coligante controlador, lo que en realidad no tenía ninguna justificación.

La letra c) no sufrió ninguna modificación.

En la letra d) se agrega la categoría de *ejecutivos principales* entre las personas que se desempeñen en un intermediario de valores y a quienes se presume la posesión de información privilegiada. Se refunde en un solo literal lo que antes estaba en un inciso aparte y se amplía la presunción a la posesión de información relativa a la colocación de valores que le hubiere sido encomendada al intermediario –antes sólo sobre la colocación de acciones de primera emisión–, manteniéndose en lo demás el acotamiento al tipo de información privilegiada indicada en el inciso segundo del artículo 164.

En relación con las presunciones de posesión de información privilegiada que afecta a los llamados *outsiders*, que requieren haber tenido acceso directo al hecho objeto de la información para quedar incluidos en la hipótesis legal de presunción, se precisan del siguiente modo.

En todos los literales de este inciso se agrega la categoría de sujetos denominados ejecutivos principales. Como se dijo en lo precedente, no tiene ninguna justificación el no haberlos incluido dentro de las diversas hipótesis de presunción que consulta esta norma.

La letra a) se refiere a los ejecutivos principales y dependientes de las empresas de auditoría externa del emisor o del inversionista institucional, en su caso; la letra b) a los socios, gerentes administradores y ejecutivos principales y miembros de los consejos de clasificación de las sociedades clasificadoras de riesgo que clasifiquen valores del emisor o a este último; la letra c) a los dependientes que trabajen bajo la dirección o supervisión directa de los directores, gerentes, administradores, ejecutivos principales o liquidadores del emisor o del inversionista institucional, en su caso; la letra d) a las personas que presten servicios de asesorías permanente o temporal al emisor o inversionista institucional, en su caso, en la medida que la naturaleza de sus servicios les pueda permitir acceso a dicha información; la letra e) a los funcionarios públicos dependientes de las instituciones que fiscalicen a emisores de valores de oferta pública o a fondos autorizados por ley; y la letra f) a los cónyuges o convivientes de directores, gerentes, administradores, ejecutivos principales y liquidadores del emisor o del inversionista institucional, así como cualquier persona que habite en su mismo domicilio.

En la letra d) se acota y restringe la presunción sólo para la hipótesis y en la medida que la naturaleza de los servicios le pueda permitir acceso a dicha información.

En la letra f), si bien se mantiene al cónyuge como sujeto de la presunción, se reemplaza a los parientes hasta el 2° grado de consanguinidad por los convivientes de directores, gerentes, administradores, ejecutivos principales y liquidadores del emisor o del inversionista institucional, así como cualquier persona que habite en su mismo domicilio.

En suma, no hay innovación en cuanto a los deberes de conducta exigibles para quienes estén en posesión de información privilegiada. Son los mismos tres existentes en la norma anterior. Sí la hubo en cuanto al momento y oportunidad en que tales deberes se hacen exigibles. Antes bastaba con que el cargo, posición, actividad o relación se mantuviera con la fuente de la información, mientras que hoy es necesario que tal vínculo se tenga con el respectivo emisor de valores o con las personas a quienes se presume la posesión de información privilegiada.

## **5. Manipulación de la información en el mercado y tipos penales**

Como se hizo presente en el acápite 1 que antecede, la información que se divulga y comunica al mercado juega un rol fundamental en la determinación de los precios de los papeles que allí circulan.

Por ello, no basta con que el legislador imponga a los distintos actores que operan en él importantes deberes para que estos entreguen y divulguen al mercado la información que conocen.

Debe además castigar a quienes entreguen informaciones falsas, tendenciosas o interesadas, que sólo buscan producir distorsiones en los precios para así aprovechar las ganancias que ello les pudiera reportar.

En ese propósito se inscribe el artículo 61 de la LMV, al que la Ley N° 20.382 le agregó un inciso segundo nuevo y le cambió en el inciso primero la expresión *noticias por información*.<sup>17</sup>

<sup>17</sup> El artículo 61 dispone que *“El que con el objeto de inducir a error en el mercado de valores difunda información falsa o tendenciosa, aun cuando no persiga con ello obtener ventajas o beneficios para sí o terceros, sufrirá la pena de presidio menor en sus grados mínimo a medio. La pena señalada en el inciso precedente se aumentará en un grado, cuando la conducta descrita la realice el que en razón de su cargo, posición, actividad o relación, en la Superintendencia o en una entidad fiscalizada por ella, pudiera poseer o tener acceso a información privilegiada”*.

Del tenor literal de la norma se desprende que puede ser sujeto activo de la conducta prohibida "*cualquier persona*", esto es, todo individuo de la especie humana, cualquiera sea su sexo, estirpe o condición; que la conducta prohibida queda determinada por el verbo rector "*difundir*", esto es, que el ilícito se agota y consume con la sola propagación o divulgación de información; que el objeto material de la conducta prohibida es la "*información falsa o tendenciosa*", esto es, que el contenido de la comunicación propagada o divulgada al mercado no sea verdadera, sea mentirosa, fingida o simulada o que responda a ideas o tendencias, o sea, que se presente, parcial o distorsionadamente, bajo el influjo de una idea o interés; que el objeto o finalidad perseguida con la ejecución de la conducta prohibida sea el de inducir a error en el mercado, esto es, que como consecuencia de la información falsa o tendenciosa, uno cualquiera de los agentes de mercado hubiere sido llevado, movido, instigado o conducido a una decisión que de no haber mediado la difusión de la información, no hubiera adoptado.

Se trata de un ilícito de mera actividad que no requiere la producción de un resultado. La obtención de un beneficio económico por el autor del ilícito no es requisito para configurar la infracción de la conducta prohibida. La norma utiliza la expresión "*aun cuando no persiguere con ello*", lo que significa que el ilícito se satisface con la sola divulgación de información falsa o tendenciosa.

Con todo, la obtención de un beneficio económico por el autor de la conducta prohibida permite tener por acreditada la intencionalidad del agente que divulgó o propagó información falsa o tendenciosa, ya que sólo el error que tal difusión provoca en los agentes de mercado –y que los llevó a ejecutar transacciones que no hubieran ejecutado de no mediar tal error inducido–, es la causa del beneficio económico ilegítimamente percibido por quien propaga la información falsa o tendenciosa.

Dicho de otra forma. La obtención de un beneficio económico por quien divulga la información falsa o tendenciosa es consecuencia del error a que es conducido el agente de mercado, ya que sólo el juicio falso o equivocado que se forma sobre la transacción es lo que lo lleva a ejecutarla. Si no hubiere habido difusión de información falsa o tendenciosa, no habría habido error; tampoco transacción, por lo que no pudo producirse beneficio económico para quien divulga la información. Nadie divulga información falsa o tendenciosa para no obtener un beneficio económico directo o indirecto.

No debe confundirse el deber del emisor de proporcionar toda la información sobre él mismo, sus negocios o valores de un modo veraz, suficiente y oportuno, con la divulgación por cualquiera de información falsa o tendenciosa sobre ese emisor.

La información que se divulga puede ser un hecho emanado del emisor del papel, que tiene su fuente en el emisor, o una información que se relaciona con el emisor, pero que no tiene como fuente a ese emisor, sino a un tercero que la divulga.<sup>18</sup>

De consiguiente, como medida destinada a fortalecer el principio de eficiencia informativa, la ley prohíbe la divulgación de información falsa o tendenciosa, por los efectos nocivos que su vulneración conlleva en el precio de los papeles.

El inciso segundo nuevo del artículo 61 de la LMV aumenta en un grado la pena de presidio impuesta a quien divulgue información falsa o tendenciosa, si la conducta la realiza el que en razón de su cargo, posición, actividad o relación en la Superintendencia o en una entidad fiscalizada por ella, pudiera poseer o tener acceso a información privilegiada.

El aumento en la pena se justifica plenamente, dado que ya es pernicioso para el mercado que se divulgue información falsa o tendenciosa, en cuanto ello distorsiona el precio de los valores, por lo que más daño se causa si la información que se divulga es privilegiada.

<sup>18</sup> Sólo a modo de antecedente, cabe hacer presente que la legislación comparada también se ha ocupado de este punto, aun cuando lo ha hecho de un modo mucho más explícito. La Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de enero de 2003 sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado), dispone lo siguiente:

*"A efectos de la presente Directiva, se entenderá por:*

*"N° 2 manipulación de mercado: c) Difusión de información a través de los medios de comunicación, incluido Internet, o a través de cualquier otro medio, que proporcione o pueda proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a los instrumentos financieros, incluida la propagación de rumores y noticias falsas o engañosas, cuando la persona que las divulgó supiera o hubiera debido saber que la información era falsa o engañosa. Con respecto a los periodistas que actúen a título profesional, dicha divulgación de información se evaluará, sin perjuicio del artículo 11, teniendo en cuenta las normas que rigen su profesión, a menos que dichas personas obtengan directa o indirectamente una ventaja o beneficio de la mencionada difusión de información".*  
*"En particular, los ejemplos que figuran a continuación se derivan de la definición básica recogida en las letras a), b) y c) anteriores:"*

*"- aprovecharse del acceso ocasional o periódico a los medios de comunicación tradicionales o electrónicos exponiendo una opinión sobre un instrumento financiero (o, de modo indirecto, sobre su emisor) después de haber tomado posiciones sobre ese instrumento financiero y haberse beneficiado, por lo tanto, de las repercusiones de la opinión expresada sobre el precio de dicho instrumento, sin haber comunicado simultáneamente ese conflicto de interés a la opinión pública de manera adecuada y efectiva".*

Por su parte el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores de España, en materia de abuso de mercado, dice lo siguiente:

*"Artículo 2. Prácticas que falsean la libre formación de los precios.*

*"1. Se considerarán prácticas que falsean la libre formación de los precios, es decir, que constituyen manipulación de mercado, a los efectos del artículo 83 ter de la Ley 24/1988, de 28 de julio, entre otros, los siguientes comportamientos:*

*"c. Aprovecharse del acceso ocasional o periódico a los medios de comunicación tradicionales o electrónicos exponiendo una opinión sobre un valor o instrumento financiero o, de modo indirecto sobre su emisor, después de haber tomado posiciones sobre ese valor o instrumento financiero y haberse beneficiado, por lo tanto, de las repercusiones de la opinión expresada sobre el precio de dicho valor o instrumento financiero, sin haber comunicado simultáneamente ese conflicto de interés a la opinión pública de manera adecuada y efectiva".*

A fin de fortalecer el rigor con que se castigan, entre otras, la conducta de divulgar información falsa y tendenciosa y la de revelar y usar información privilegiada, la Ley N° 20.382 introduce un artículo 61 bis nuevo.<sup>19</sup>

Se permite ahora imponer la pena accesoria de inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión, si el autor ha actuado prevaleciéndose de su condición profesional. No indica la norma si esta inhabilitación es perpetua y definitiva o sólo temporal y transitoria. Debemos concluir, entonces, que es definitiva y permanente.

También permite imponer la pena accesoria de inhabilitación especial de cinco a diez años para desempeñarse como gerente, director, liquidador o administrador a cualquier título de una sociedad o entidad sometida a fiscalización de la Superintendencia respectiva.

Ambos casos suponen la condena penal.

No hay pena accesoria de inhabilitación para desempeñarse como gerente, director, liquidador o administrador a cualquier título de una sociedad o entidad sometida a fiscalización de la Superintendencia respectiva, cuando sólo hay sanción administrativa aplicada por la SVS y ratificada por los tribunales de justicia en caso de ser objeto de reclamación.

Conveniente hubiera sido que la Ley N° 20.382 también hubiere facultado al juez civil que conoce de un juicio de reclamación de multa aplicada por la SVS por infracción a las normas que se vienen comentado, que de ratificarse en sede civil la sanción administrativa aplicada por la SVS, el juez civil pudiera también aplicar la pena accesoria de inhabilitación del infractor para desempeñarse como gerente, director, liquidador o administrador a cualquier título de una sociedad o entidad sometida a fiscalización de la Superintendencia respectiva.

Ello hubiere contribuido a mejorar aun más el llamado “*capital reputacional*” como mecanismo disciplinador de la conducta de los directivos.

En suma, la Ley N° 20.382 incrementó el rigor de las sanciones por la difusión de información falsa o tendenciosa y por infracción a los deberes de conducta asociados al uso y revelación de información privilegiada y reforzó el denominado capital reputacional como mecanismo correctivo de la conducta de los directivos.

---

<sup>19</sup> El artículo 61 bis de la LMV dispone que “*En los delitos contemplados en los artículos 59, 60 y 61, además de las penas allí previstas, se podrá imponer la pena accesoria de inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión, si el autor ha actuado prevaleciéndose de su condición profesional; o la de inhabilitación especial de cinco a diez años para desempeñarse como gerente, director, liquidador o administrador a cualquier título de una sociedad o entidad sometida a fiscalización de la Superintendencia respectiva*”.

## 6. Conclusiones

1. Dado que el precio de los valores depende de los eventos futuros asociados a los mismos, los que a su vez se relacionan directamente con la información disponible del emisor de esos valores y sus negocios, es de la mayor importancia asegurar que la información que fluya del emisor al mercado lo sea de un modo veraz, suficiente y oportuno.

2. Si la información se incorpora rápidamente al valor del título y se expresa en el precio de éste, es imposible que se produzcan trasvasijos 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.

3. En cuanto a nuevos deberes informativos para los accionistas, la norma actual amplía la obligación y ahora tales personas también deben informar toda adquisición o enajenación que efectúen de contratos o valores cuyo precio o resultado dependa o esté condicionado, en todo o parte significativa, a la variación o evolución del precio de dichas acciones, a más tardar al día siguiente en que se ha materializado la operación.

4. En cuanto a nuevos deberes informativos para directores, gerentes, administradores, ejecutivos principales y liquidadores –sólo en algunos casos para estos últimos–, deben informar toda adquisición o enajenación que efectúen de contratos o valores cuyo precio o resultado dependa o esté condicionado, en todo o parte significativa, a la variación o evolución del precio de dichas acciones, a más tardar al día siguiente en que se ha materializado la operación, en los mismos términos en que existe esta obligación para los accionistas. Nueva es también la obligación de directores, gerentes, administradores y ejecutivos principales, así como de las entidades controladas directa o indirectamente por ellos, de informar a las bolsas de valores en que el emisor se encuentre inscrito sobre su posición en valores de éste y de las entidades del grupo empresarial de que forme parte.

5. Es también una novedad en la LMV la obligación que pesa sobre directores, gerentes, administradores y ejecutivos principales, así como de las entidades controladas directamente por ellos o a través de terceros, de informar mensualmente y en forma reservada al directorio o al administrador del emisor, la posición que aquellos tengan en valores de los proveedores, clientes y competidores más relevantes de la entidad, incluyendo aquellos valores que posean a través de entidades controladas directamente o a través de terceros.

6. Es el colectivo directorio el primer obligado, con las consecuencias derivadas del incumplimiento de estos nuevos deberes, en la definición de conductas y

estándares de comportamiento de los directores, gerentes, administradores y ejecutivos principales, tanto en lo referido a la adquisición o enajenación de valores del emisor o valores cuyos precios se determinan por aquellos, como en lo relativo al manejo, difusión y comunicación de la información del emisor al mercado, a las bolsas de valores y a la SVS.

7. Sólo se precisa la categoría específica de información privilegiada que se contiene en el inciso 2° del artículo 164 de la LMV, en cuanto se requiere para que exista esta clase de información privilegiada que exista un inversionista institucional en los términos definidos en la misma LMV; que éste haya adoptado una decisión de adquisición o enajenación de valores o una decisión de aceptación o rechazo de ofertas específicas, no importando que tales decisiones se hubieren efectivamente materializado en el mercado.

8. No hay innovación en cuanto a los deberes de conducta exigibles para quienes estén en posesión de información privilegiada. Son los mismos tres existentes en la norma anterior. Sí la hubo en cuanto al momento y oportunidad en que tales deberes se hacen exigibles. Antes bastaba con que el cargo, posición, actividad o relación se mantuviera con la fuente de la información, mientras que hoy es necesario que tal vínculo se tenga con el respectivo emisor de valores o con las personas a quienes se presume la posesión de información privilegiada.

9. La Ley N° 20.382 incrementó el rigor de las sanciones por la difusión de información falsa o tendenciosa y por infracción a los deberes de conducta asociados al uso y revelación de información privilegiada y reforzó al denominado capital reputacional como mecanismo correctivo de la conducta de los directivos.