

UNIVERSIDAD AUSTRAL DE CHILE
FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS Y SOCIALES
ESCUELA DE DERECHO



**FUNDAMENTOS DE SANCIONAR EL USO DE
INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL MERCADO DE
VALORES**

KAREN ANDREA RIVERA ANABALÓN

MEMORIA PARA OPTAR AL GRADO DE LICENCIADO EN CIENCIAS
JURÍDICAS Y SOCIALES

PROFESOR PATROCINANTE: CARLOS CARNEVALI DICKINSON

VALDIVIA - CHILE

2011

Valdivia, 21 de marzo de 2011

Dr.

Iván Hunter Ampuero

Profesor Responsable

Seminario de Investigación Jurídica II

Presente

Estimado Profesor:

En cumplimiento de lo dispuesto por el Reglamento correspondiente, hago llegar a Ud. el Informe de Evaluación de la Memoria de Prueba de doña KAREN RIVERA ANABALÓN titulada “Fundamentos de sancionar el uso de información privilegiada en el Mercado de Valores”.

Para un mejor entendimiento de la evaluación de dicha Memoria de Prueba, este informe lo ordenaremos de acuerdo a los contenidos de los cuatro capítulos en los cuales se divide la tesis y de la bibliografía consultada.

En el primer capítulo, denominado “El Mercado de Valores”, la estudiante realiza una revisión general acerca del concepto de Mercado de Valores, la función y los principios que lo informan. Este capítulo cumple una función relevante para poder entender el contenido de los restantes capítulos, pues se trata de materias complejas y que, sin embargo, logran ser explicadas en una forma sencilla y abordable para cualquier lector.

El segundo capítulo, titulado “Regulación de la información privilegiada en el derecho comparado”, se dedica a revisar sistemas de regulación que intentan solucionar, a través de vías distintas, el uso de la información privilegiada. Si bien es un capítulo bien logrado, que permite entender algunos aspectos la regulación en el Derecho nacional, falta una explicación acerca de los motivos que tuvo la autora para elegir tales sistemas como materia de análisis, ya que salvo una alusión a tal decisión en la introducción, referida únicamente al sistema de regulación de Estados Unidos, no queda claro porque por ejemplo en Latinoamérica elige únicamente a Argentina y México.

El tercer capítulo, denominado “La información privilegiada en el mercado de valores chileno”, revisa de manera resumida, pero muy clara, el tratamiento que en nuestro país se le da a la información privilegiada, cobrando una especial relevancia lo referido a las prohibiciones y deberes que de la regulación resultan.

El cuarto capítulo, "Fundamentos de la prohibición en Chile" se encarga de repasar los argumentos a favor y en contra de la prohibición de uso de información privilegiada. Sin lugar a dudas se trata del capítulo más importante de la Memoria por cuanto la autora efectúa una revisión crítica de cada uno de esos argumentos de modo que el lector pueda tener a la vista todas las posibilidades que ofrece la regulación actual y los fundamentos que seguramente se tomarían en cuenta en cualquier discusión futura respecto a posibles modificaciones en la normativa. Sin embargo, a juicio de este informante falta en esta tesis que la estudiante hubiese adoptado una posición frente a los argumentos esgrimidos y hubiese mostrado por tanto su conformidad con la regulación vigente o hubiese derechamente planteado una propuesta de modificación.

Respecto a la bibliografía utilizada el estudiante ha efectuado una revisión muy completa tanto en lo que se refiere a la doctrina nacional como extranjera, aún cuando en estos temas podría haberse apoyado aún más en referencias electrónicas, sobre todo en relación al sistema anglosajón.

En virtud de lo anterior, informo a Ud. que la evaluación de la Memoria de Prueba ya individualizada es de un seis coma cinco (6,5). Por tal motivo, se autoriza para empaste.

Saluda atentamente a Ud.



Carlos Carnevali Dickinson
Profesor de Derecho Comercial

INDICE

	Págs.
INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO I	3
EL MERCADO DE VALORES	
1. Concepto y función	3
2. Principios que informan al mercado de valores	4
a. Transparencia	4
b. Funcionalidad del mercado	5
c. Protección del inversionista y la eficiencia	5
d. Simetría de la información	6
3. El mercado de valores y la información	6
CAPÍTULO II	8
REGULACIÓN DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL DERECHO COMPARADO	
1. Sistemas de regulación en derecho comparado	8
2. Regulación en derecho comparado	8
a. Estado Unidos	8
b. Unión Europea	9
c. Latinoamérica	10
CAPÍTULO III	12
LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL MERCADO DE VALORES CHILENO	
1. Evolución histórica	12
2. Concepto y contenido de la información privilegiada	14
3. Prohibiciones y deberes	15
4. Sujeto activo	17
5. Otros conceptos afines	18
CAPÍTULO IV	20
FUNDAMENTOS DE LA PROHIBICIÓN EN CHILE	
<u>Argumentos a favor de la prohibición</u>	
1. La transparencia del mercado	20
2. Asimetría en la información	21
3. Confianza en el mercado	23
4. Eficiencia en el mercado	24

5. Seguir el ejemplo estadounidense	25
6. Daño al emisor de valores	27
<u>Argumentos en contra de la prohibición</u>	
1. Derecho de propiedad sobre la información generada	29
2. Autorización del uso de información privilegiada como forma de compensación a los agentes del emisor	31
CONCLUSIONES	33
BIBLIOGRAFÍA	35

INTRODUCCIÓN

El uso de información privilegiada es un tema que en nuestro país muy poco se ha tratado debido a que es relativamente nuevo. Si bien esta materia a nivel mundial lleva años siendo tratada por la doctrina para entender lo que es información privilegiada, no es hasta el año 1994 que se incluye en la Ley N° 18.045, sobre Mercado de Valores, un nuevo título XXI destinado a regular esta materia, prohibiendo su uso. Antes de esta reforma sólo se podía recurrir al antiguo artículo 13 que normaba en pequeña medida lo que era información relevante, concepto que se encuentra incluido dentro de lo que se entiende por información privilegiada, pero no lo abarca todo.

Con posterioridad a la reforma, la doctrina se ha dedicado a establecer el alcance y sentido de la información privilegiada o su evolución, no así si los fundamentos esgrimidos han sido los adecuados y cuál es realmente el bien jurídico que intenta proteger esta prohibición.

Los legisladores, al regular esta materia, se basaron en las normas estadounidenses, puesto que fue el primer país que ha legislado acerca de la información privilegiada luego de la caída de la bolsa de Nueva York en el año 1929; cuyos fundamentos pasaron desde la protección del mercado hasta, finalmente, la existencia de un deber de lealtad y la apropiación indebida de la información.

En nuestro país, los fundamentos esgrimidos para regular el mal uso de información privilegiada son variados, tanto de carácter privado como públicos, donde priman éstos últimos, la protección del mercado, la transparencia de éste y la protección al inversor son la consigna de aquellos que están en contra de su uso, pero sin señalar por qué son fundamentos, o cómo afecta el uso de información privilegiada al mercado. Los que están en contra de la prohibición, argumentan, principalmente, que los creadores de la información tienen un derecho de propiedad sobre ella, por lo cual, sólo puede ser limitado basándose en la función social, que consiste, según la Constitución en los intereses generales de la nación, la seguridad nacional, la utilidad y la salubridad pública y la conservación del patrimonio ambiental.

Últimamente ha tenido un amplio debate doctrinario debido a la incremento de su mal uso. El aumento de la fiscalización por parte de la Superintendencia de Valores y Seguros para impedirlo, las drásticas multas impuestas como sanción, respaldadas por los Tribunales de Justicia, han demostrado que es un tema que no puede ser dejado de lado tan fácilmente.

Es por lo anterior que el objeto de esta investigación es establecer cuáles son los fundamentos que la doctrina ha establecido para prohibir su uso, si éstos son los adecuados y en que medida afectan, desde la perspectiva de cada fundamento, al mercado de valores. Por ello se ha estructurado en cuatro capítulos y las respectivas conclusiones finales.

El primero de ellos tiene por fin intentar definir cuales son los principios rectores que informan al Mercado de Valores y que tienen relevancia en cuanto a los fundamentos de la prohibición del uso de información privilegiada.

Luego, en el capítulo segundo, se expondrá la legislación comparada, dando mayor prioridad a la legislación de Estados Unidos, por ser ella la primera en regular esta materia y porque sirvió como modelo a nuestro país para regular la información privilegiada.

El tercer capítulo se centrará en el concepto de información privilegiada en nuestro país, alcance y contenido, el objeto y sujeto activos, para por último analizar otros conceptos que se consideran información privilegiada.

El cuarto capítulo y final, tendrá por objeto analizar los principales fundamentos que se esgriman para prohibir el uso de información privilegiada, tratándose primero aquellas de carácter público, para continuar con aquellas cuyo argumento se basa en un contenido privado, como el deber de lealtad; seguidos de los argumentos que se encuentran en contra de la regulación.

CAPÍTULO I

EL MERCADO DE VALORES.

1. Concepto y función

El mercado de valores forma parte del mercado de capitales, clasificación que forma parte de una aún más grande que es el mercado financiero, cuya principal función es servir de conexión entre los ahorrantes y los inversionistas, relación necesaria para la financiación; así es como los ahorradores buscan obtener ganancias a mediano o largo plazo invirtiendo en proyectos que requieren una gran cantidad de recursos.

Dentro del mercado de valores puede distinguirse, a su vez, una segunda clasificación, mercado de valores primario y mercado de valores secundario. El mercado de valores primario tiene como meta poner en contacto a las empresas necesitadas de financiación con los ahorradores por medio de la emisión y posterior adquisición de valores¹. Por su parte, en el mercado secundario, los ahorradores se relacionan entre sí para comprar o vender dichos valores, ya que sólo de esta forma podrán recuperar su inversión, y, así, no afectar la financiación de la empresa.

Al intentar definir lo se entiende por mercado de valores, hay que hacer, primeramente una referencia a la Ley de Mercado de Valores², en adelante LMV, específicamente en el Título I se menciona los objetivos, fiscalización y definiciones, capítulo en el cual no señala directamente que se entiende por Mercado de Valores; sólo alude que se aplicará dicho cuerpo legal “a todas aquellas transacciones de valores que tengan su origen en ofertas públicas de los mismos o que se efectúen con intermediación por parte de corredores o agentes de valores”³. Esta descripción de lo que la ley entiende por Mercado de Valores, a primera vista parece ser insuficiente, ya que la doctrina señala, y en concordancia con lo mencionado anteriormente, que su objetivo principal es lograr la financiación por medio de la inversión. Así, definen al mercado de valores como “el que tiene por objeto la emisión y negociación de valores negociables de financiación a medio y largo plazo, así como aquellos valores negociables que atribuyen derechos de participación en el capital social de una entidad o derechos de suscripción, y de adquisición y venta de los valores anteriores u otros instrumentos financieros basados en los mismos”⁴ “En el **Mercado de Valores**, también llamado mercado de capitales en sentido estricto, los fondos prestados se documentan en valores, apelándose al ahorro público, a los particulares y empresas en general, ofreciéndoles una rentabilidad para canalizar tales fondos hacia inversiones productivas. Es un mercado de

¹ Se entiende por valores, según el art. 3º de la ley de mercado de valores: “ cualesquiera títulos transferibles incluyendo acciones, opciones a la compra y venta de acciones, bonos”

² Chile. Ministerio de Hacienda. 1981. Ley N° 18045, Diario Oficial, 22 de octubre de 1981

³ Chile. Ministerio de Hacienda. 1981. Art. 1º. Ley N° 18045, Diario Oficial, 22 de octubre de 1981

⁴ Ortega Aichele, Adolfo. *El Mercado de Valores*. Ediciones Jurídicas La Ley, Santiago, 1997, pág.36

negociación abierta al público, sin que el prestario se encuentre en una posición de desventaja”⁵. Y por último, incluyendo de forma más concreta los elementos y funciones del mercado de capitales, se define como “un mecanismo financiero por el que oferentes de ahorro traspasan dineros activos, recursos monetarios o cualquier otro tipo de crédito –a cambio de un precio y por un tiempo determinado- a inversionistas demandantes de tales recursos- los que se benefician de su uso y goce temporal-, sea que el traspaso se realice en forma directa entre ellos o a través de una estructura intermediaria, la que asume, en su caso, la tarea de captar, concentrar y canalizar el ahorro hacia inversiones productivas”⁶

2. Principios que informan al mercado de valores

Al igual que otras instituciones jurídicas, para fundamentar la regulación por medio de la ley, existen principios informadores que se intentan proteger por medio de dicha regulación. Es por ello que la LMV señala en el art. 44 bis:

“(…), permitiendo al público inversionista la mejor ejecución de sus órdenes e instando *por la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente*⁷”, por lo cual, a priori, se puede deducir que los principios del mercado de valores se basan en la equidad, la competencia, el orden y la transparencia.

La doctrina traduce lo anterior como los principios de la transparencia, la funcionalidad del mercado, la protección del inversor y la simetría de la información, principios que en mayor o en menor medida fundamentan la prohibición del uso de información privilegiada.

a. Transparencia

Por transparencia se puede entender una cualidad del mercado en el cual el precio de un valor refleja toda la información existente respecto de él. Esta información puede ser, por ejemplo, distribución de dividendos, insolvencia económica, oferta pública de adquisición de acciones, fusiones entre empresas, etc. Pero más allá de una definición clara de lo que se entiende por transparencia, ella tiene que ver más con un aspecto psicológico del mercado, que es la tranquilidad que produce al inversor de que los valores que esta adquiriendo son al precio real y completo, y que dicho título le asegure rentabilidad y liquidez.

Este principio puede verse afectado por factores externos al mercado, que justifican la intervención del Estado para minimizar los daños que pueden producir en los precios de los valores, y evitar la desconfianza.

⁵ Jiménez, Alejandro. *Bolsa de Valores, corredores de bolsa y agentes de valores*. Memoria de Prueba. Universidad de Concepción. Concepción, 1992, pág. 3.

⁶ Chacoff, Nancy del Pilar. *Mercado de Capitales. Generación, captación y movilización del ahorro*. Seminario de titulación para optar al grado de Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales de la Universidad de Concepción. Concepción, 1976, págs. 7 y 8. En Ortega Aichele, Adolfo. *Mercado de... Op. Cit.*, pag. 31

⁷ La cursiva es mía.

Pero se tiene claro que el mercado no es perfecto, y es por ello que este principio no puede aplicarse irrestrictamente, ya que existe información que no puede ser revelada sin que cause un grave daño a la empresa objeto de dicha información. Por lo tanto, el objetivo principal es lograr que el mercado sea *lo más transparente en la medida de lo posible*, para generar esa confianza necesaria para el correcto funcionamiento del mercado.

b. Funcionalidad del mercado

Núñez Plaza señala que “la funcionalidad del mercado pone de manifiesto la necesidad de establecer límites claros a la protección del inversionista, partiendo de la necesaria determinación de los factores que pueden señalar hasta dónde y cómo se hace viable la protección debida a los ahorradores en detrimento de los demás personajes del mercado de valores, en especial de las sociedad emisoras de valores”⁸.

El objetivo de establecer un mercado funcional es lograr que el principio de protección al inversionista no frustre la obtención de financiación por parte de las empresas; es por esto que la ley debe establecer las reglas básicas para que el mercado funcione, pero sin caer en un exceso proteccionismo o liberalismo. Estas normas, se supone, que deben ayudar la correcta marcha del mercado, no a distorsionarlo. Es por ello que se debe escoger entre una regulación o una autorregulación del mercado para establecer un correcto funcionamiento.

c. Protección del inversionista y la eficiencia

Dentro de los tipos de inversores, se puede distinguir entre inversionista especializado y el inversor particular. El primero es aquel que tiene un conocimiento del mercado, por medio del análisis y estudio de él, y, al tener un mayor conocimiento sabe, con una mayor certeza, las decisiones más adecuadas a tomar, e incluso, una decisión suya puede influir en una variación en el mercado; no así el inversor particular o ahorrador, ya que no tiene el conocimiento y la preparación del inversor experto, no se dedica a observar al mercado y tratar de tomar la decisión que le traerá más ganancias. Es respecto a este último inversionista que esta destinado el principio.

La intervención del Estado en el mercado tiene como función proteger al inversionista particular, quien tiene menos métodos de defensa frente al mercado y menor conocimiento de él y que adquiera los valores con la total confianza de que el precio es un precio exacto, real y completo.

Es por lo anterior que es necesario que el mercado sea eficiente, “la protección del inversor no es una mera exigencia ética para el mercado, sino que es, ante todo, una condición de

⁸ Núñez Plaza, Luisa Fernanda, *La información privilegiada en el mercado de valores*, Memoria de prueba, Universidad Adolfo Ibáñez, Santiago, 1998, pág. 15-16

su eficiencia. Existe una relación lógica entre la transparencia del mercado, la protección informativa del inversor y la eficiencia bursátil...⁹” Así, la eficiencia se puede entender como:

- Eficiencia institucional: garantías jurídicas para el inversor para poder desenvolverse en el mercado.
- Eficiencia operativa: que aluda a la actitud del mercado frente a las transacciones realizadas en él.
- Eficiencia informativa: se refiere a la aptitud del mercado de reflejar toda la información en el precio de los valores. Dentro de este tipo es posible distinguir tres sub niveles:
 - Eficiencia débil: los precios de los títulos recogen toda la información pasada, ya absorbida por dichos valores.
 - Eficiencia semifuerte: recoge la información histórica y la información hecha pública.
 - Eficiencia fuerte: no sólo incluye la información referida anteriormente, sino que, además, aquellas relativas a la sociedad y que aún no son públicas.

El hecho de tener un mercado eficiente protege al inversor en el sentido de que los precios van a reflejar toda la información necesaria, por lo tanto, no tendrán que realizar costosas investigaciones para lograr saber si el precio de los títulos son correctos, protegiendo, de esta manera, mayormente al inversor particular, ya que al no tener los conocimientos necesarios no adquirirá títulos que no generen rentabilidad.

d. Simetría de la información

En relación con los principios anteriores, la simetría o igualdad de la información lo que busca es que las partes contraten con el mismo conocimiento, ya que los inversionistas realizan transacciones con menor información financiera que quienes buscan financiamiento. Algunos entienden que este principio se subsume en el anterior¹⁰ ya que es requisito indispensable para que la protección al inversor pueda darse plenamente.

3. El mercado de valores y la información

“La trascendencia de la información respecto de los valores radica en que el precio de éstos va a depender directa y esencialmente de la información que de ellos se tenga¹¹”. La información que debe contener el precio de un título debe tener las características de ser oportuna, completa, fidedigna, clara y con relevancia económica. Si la información cumple con

⁹ Sanchez Guilarte, Juan; Tapia Hermida, Alberto; “El abuso de Información Privilegiada”, en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, N° 28, Madrid, 1987, págs. 751-792.

¹⁰ En este sentido: Campos Graziani, Rolando; *Insider Trading o Uso de Información Privilegiada*, Editorial Metropolitana, Santiago, 2006, pág. 26

¹¹ Guzmán Anrique, Francisco José; *Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Editorial Lexis Nexis, Santiago, 2007, pág. 7.

estos requisitos va a ser completa y con ello verdadera, y así, se lograría en mayor medida los principios antes mencionados.

Es a partir de esto que es necesario una regulación más o menos adecuada del uso de información que no se ha hecho pública, ya que, si al realizar una transacción, en ella uno de los contratantes tiene información que aún no ha sido asimilada al precio y la utiliza para obtener una mayor ganancia, se estarían vulnerando dichos principios y el mercado no generaría la confianza para transar en él, produciendo, a la larga, un problema de financiación, ya que los ahorrantes no invertirían en él, pues no tendrían certeza de que obtendrían de su dinero rentabilidad y liquidez.

CAPÍTULO II
REGULACIÓN DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL DERECHO
COMPARADO

1. Sistemas de regulación en derecho comparado

En derecho comparado existen diversos sistemas legales de regulación destinados a impedir el uso de información privilegiada para obtener provecho de ella dependiendo del bien jurídico que se intenta proteger. Así, en el derecho anglosajón, en donde lo que se intenta proteger es la fidelidad y la apropiación indebida de la información, la regulación no es tan estricta, esta basada más en una regulación precisa y deja la aplicación a un agente que haga cumplir la normativa existente¹², dejando un gran ámbito de actuación a los particulares. Esto se contrapone con la normativa continental, donde hay una regulación más exhaustiva y existe una mayor intervención y control por parte de la autoridad económica, basado en una protección directa del mercado de valores más que a los particulares.

2. Regulación en derecho comparado

a. Estados Unidos

En este país, por las características del sistema jurídico existentes, los orígenes de las prohibiciones se encuentran desarrollados por los tribunales, así, el primer antecedente es en el año 1903, en el caso *Oliver v. Oliver*, fallado por la Corte Suprema de Georgia, donde establece la obligación de revelar la información desconocida a los directores de una compañía debido a su cargo y la confianza depositada en ellos por los accionistas, cuando las transacciones realizadas por los primeros sea con los accionistas.

Respecto de las leyes que regulan la materia, sólo existe una, la Securities Exchange Act de 1934, cuyo objetivo consistía en proteger al inversionista y asegurar al público confianza en la integridad del mercado de valores. Esta ley, en su artículo 10 b), establece que es ilegal para cualquier persona, engañar en la compra o venta de un valor de la bolsa de valores, y que sea contrario con las normas del interés público o para la protección del inversionista dictadas por la SEC; dejando al arbitrio de dicho órgano la regulación de la información privilegiada.

La SEC dicta la regla 10 b-5 en el año 1942, que prohíbe, a grandes rasgos, el engaño para defraudar. Por la vaguedad y amplitud de la regla, ha sido tarea de los tribunales de justicia establecer y delimitar el ámbito de aplicación de dicha regla y asentar los fundamentos para prohibir el uso de información privilegiada. El problema de esto es que la jurisprudencia no es uniforme, cambiando con los años dichos fundamentos.

¹² En el caso de Estado Unidos, este agente de control es la Securities and Exchange Commission, SEC, destinada, como órgano administrativo a la supervigilancia del mercado y aplicar las medidas sancionatorias del uso de información privilegiada.

No es hasta el caso Texas Gulf Sulphur (1968)¹³ cuando la Corte de Apelaciones del Segundo Distrito, que conoció del caso al presentar cargos la SEC por violación a la regla 10b-5, formula en su fallo la “*equal access theory*” en que se presume que todos los inversionistas deben tener la misma información respecto del mercado. Por lo tanto, la posesión de información no conocida por todos los intervinientes obliga a revelar dicha información al mercado o abstenerse de comerciar con los valores afectados¹⁴.

Este fundamento es ampliamente criticado por la doctrina por la imposibilidad de que se diera en la práctica, ya que no es posible que todos los intervinientes tengan la misma información. Es por ello que en los casos Chiarella (1980) y Dirks (1983), se produce un giro en cuanto a los argumentos, la sanción debe aplicarse por afectarse la “*fiduciary duty theory*” que se basa en la existencia de una relación de confianza preexistente entre las partes al momento de negociar, por lo cual, si cualquiera toma ventaja de la información desconocida, estaría engañando esa confianza y produciendo, por lo tanto, un fraude. Esta teoría tiene la desventaja de ser de aplicación restrictiva, ya que debe existir una relación de fidelidad, pudiéndose aplicar sólo a directores, gerentes o empleados.

Con los casos Carpenter (1986) y O’Hagan (1997) se amplía el ámbito de aplicación. La “*misappropriation theory*” o teoría de la apropiación indebida consiste en que una persona que se ha apropiado indebidamente de información confidencial de la sociedad, tiene el deber de relevar la información o de abstenerse de transar con ella. Ahora la regla 10 b-5 no sólo se aplica a los que tenga una relación de fidelidad para con la empresa, sino que también, para aquellos que han obtenido dicha información de forma indebida.

Así, lo que busca la prohibición es el uso indebido por quien no es el legítimo dueño de la información. Es por ello que se permite su utilización a la sociedad anónima¹⁵ que decide emitir los valores, quienes la obtienen a partir de su investigación, por ejemplo. Pero no aprovechándose de su posición para obtenerla.

b. Unión Europea

La regulación de esta materia en la Unión Europea parte de la Directiva 89/592/CEE del Consejo, de 13 de noviembre de 1989, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada, cuyo fin principal es la regulación del uso de información, con el objetivo de mantener la confianza en el mercado, por ser parte importante de la economía de un país y así lograr la igualdad en esta materia ante la ausencia o excesiva regulación por parte de algunos países. Dicha normativa comienza por señalar qué se entiende

¹³ Los hechos consistieron principalmente en que empleados de la empresa encontraron yacimientos mineros en unos terrenos que estaban explotando. El presidente de dicha compañía, obligó a mantener en secreto el descubrimiento para poder adquirir los terrenos a bajo precio. Algunos directores y empleados, utilizando dicha información que aún no era pública, adquirieron acciones en un 222% menor al precio que tuvieron al momento de hacerse pública la información.

¹⁴ A esto se le conoce como *disclose or abstain rule*.

¹⁵ En adelante S.A.

por información privilegiada¹⁶, los sujetos activos y cuáles son los valores a los que se aplica esta restricción; por lo tanto, adoleciendo de incompleto y poco homogéneo ya que no determina la legislación básica a aplicar, no contenía normas comunes y no establece sanciones tipos para lograr la igualdad de la regulación en los diferentes mercados.

Debido a lo anterior, 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) aparece para solucionar dichos problemas y para hacer frente al avance de las nuevas tecnologías y al mal uso de las operaciones transfronterizas. Dentro de la Directiva hay que destacar la presencia, en su art. 1, de tres definiciones de información privilegiada; la primera mantiene el concepto de la anterior Directiva, la segunda definición hace alusión a la información referida a los instrumentos derivados de materia primas y la última, a la información transmitida por un cliente en relación con sus propias órdenes pendientes.

Esta Directiva desarrolla aún mas los conceptos de revelar, comunicar y emplear información privilegiada, estableciendo claramente los hechos constitutivos de la infracción. Además, establece la obligación de instaurar sanciones administrativas y que los miembros se asegurarán de que éstas medidas tengan un carácter efectivo, proporcionado y disuasorio.

c. Latinoamérica

Como lo señala Vittorio Corbo, “(...) la experiencia internacional ha ido en la dirección de regularlos por funciones donde el principal instrumento ha sido el uso de una ley de valores que evite riesgos indebidos, controle prácticas de **información privilegiada** y que evite conflictos de intereses. Para lograr estos objetivos se ha legislado con respecto a requerimientos de capital, periodicidad y calidad de la **información** que deben otorgar los agentes financieros y también se ha tendido a utilizar una evaluación independiente del riesgo de los instrumentos con que pueden operar los intermediarios financieros.” Situación a la que no esta ajena América Latina¹⁷.”

Por ejemplo, en Argentina esta materia se incorporó a la legislación a través de las resoluciones generales N° 190/91 y su modificatoria 227/93 de la Comisión general de Valores. En dicha normativa se establece la obligación de guardar reserva y de abstenerse de comerciar con los valores en los cuales tiene información privilegiada, a diferencia de nuestro país; por lo tanto, no se establece una obligación de revelar dicha información, sino que es una prohibición absoluta de negociar con dichos valores.

¹⁶ Se entiende por información privilegiada: “la información que no se haya hecho pública, de carácter preciso, que se refiera a uno o varios emisores de valores negociables o a uno o varios valores negociables y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de ese o de esos valores.” La ventaja de esta definición es que se centra sólo en la información, en un sentido netamente objetivo; y así, evitando el problema presentado en Estados Unidos, en donde la aplicación de la normativa se basa en una relación subjetiva con el sujeto activo al momento de establecer la responsabilidad.

¹⁷ Corbo, Vittorio; “Integración financiera en América Latina”; en *Documento de trabajo, Banco Interamericano de Desarrollo*; N° 360, 1997; pág. 13

En México, la información privilegiada se encuentra regulada en la Ley del Mercado de Valores, en el título XIV “de las infracciones y prohibiciones de mercado y los delitos”, definiéndola en el art. 362. Es interesante que se defina a la información como el conocimiento de *eventos relevantes*¹⁸ que incida en el precio de la cotización. Al igual que en Argentina, hay una prohibición absoluta de negociar, pero además, se señala el sujeto activo, que no sólo alcanza a los ejecutivos o empleados, sino que a los cónyuges, concubinos, familiares, amigos, etc. Existe una norma especial que establece un plazo de 3 meses a la enajenación de valores de la emisora por parte del posible sujeto activo de la compañía para negociar con los valores pertenecientes a ella, estableciendo clara excepciones a la norma.

¹⁸ No es intención de este trabajo ahondar en detalle de la regulación extranjera y analizarla.

CAPÍTULO III

LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL MERCADO DE VALORES CHILENO

1. Evolución Histórica

Si bien, respecto de esta materia no existen muchos antecedentes, se puede establecer que antes de la dictación de LMV no existía una prohibición del uso de información privilegiada. El Código de Comercio regulaba a las S.A. hasta la dictación de la ley N° 18046, estableciendo normas de conflictos de intereses y prohibiciones, como la imposibilidad de ser director de una S.A. y las funciones de corredor de bolsa¹⁹, prohibición que sólo se aplicaba a los últimos que trabajaran como personas naturales, existiendo la posibilidad de eludir la norma por medio de personas jurídicas.

Esta prohibición es relativamente nueva, aunque la LMV en su versión original contenía alguna mención al uso de información privilegiada, aludiendo a lo que es la información reservada, en su antiguo art. 13²⁰, que principalmente se refiere al uso de información privilegiada como a la que “aún no haya sido divulgada oficialmente al mercado por la compañía” por parte de directores, administradores o cualquier persona que en razón de su cargo o posición tuviera acceso a ella y que tenga referencia a la sociedad, obligando a guardar estricta reserva, además de una prohibición a su uso y obligación de vigilancia para que tampoco ocurriera a través de subordinados o terceros de confianza; la sanción a ello sería “devolver a la caja social toda utilidad que hubiere obtenido a través de transacciones de valores de la sociedad”.

Además, hay que relacionar dicha norma con el art. 10 inc 3° de la LMV y el art. 43 de la LSA, ya que dichas normas facultaban a los directores o administradores para decidir si dan el carácter a una información de reservada, y de esta manera burlar de dicha forma la norma.

La Superintendencia de Valores y Seguros²¹, por medio del Oficio Circular N° 2506 del año 1987, intenta definir lo que es información reservada, señalando:

¹⁹ Salah Abusleme, María Agnes; *Responsabilidad por uso de información privilegiada en el mercado de valores*; Editorial Lexis Nexos, Santiago, 2004, Santiago, pág. 143.

²⁰ El antiguo art. 13 de la ley señala: “Artículo 13.- Los directores, administradores y, en general, cualquiera persona que en razón de su cargo o posición tenga acceso a información de la sociedad y de sus negocios, que aún no haya sido divulgada oficialmente al mercado por la compañía en cumplimiento de lo dispuesto en la presente ley y que sea capaz de incluir en la cotización de los valores de la misma, deberán guardar estricta reserva.

Asimismo, se prohíbe a las personas mencionadas en el inciso anterior valerse de la información reservada para obtener para sí o para otros, ventajas mediante la compra o venta de valores. Ellas deberán velar para que esto tampoco ocurra a través de subordinados o terceros de su confianza.

Las personas mencionadas en el inciso primero que hayan actuado en contravención a lo establecido en este artículo, deberán devolver a la caja social toda utilidad que hubieren obtenido a través de transacciones de valores de la sociedad.

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

Chile. Ministerio de Hacienda. 1981. Art. 13. Ley N° 18045, Diario Oficial, 22 de octubre de 1981

²¹ En adelante SVS

“Por información reservada se entiende aquella que aún no ha sido divulgada oficialmente al mercado por la compañía y que es capaz de influir en la cotización de los valores de la misma. Explicado de otro modo, es aquella información no divulgada en forma pública que a un inversionista le sería conveniente conocer para la adopción de sus decisiones de comprar o vender un determinado valor”.

Además agrega: “Cabe señalar que la persona que compra o vende valores de oferta pública utilizando información reservada, se encuentra en posición de privilegio en relación con el resto del mercado, toda vez que esa persona operando de dicho modo, está haciendo uso de una información, que dada su calidad, debe ser estimada como información privilegiada. Por ello, y de conformidad al sentido precedentemente referido, la información reservada es también, en relación al sujeto que la utiliza, información privilegiada. En consecuencia ambos términos pueden ser aplicables a la misma situación²²”.

Con el objeto de mantener la protección al mercado, el Superintendente asimiló el concepto de información reservada con el de información privilegiada, para lograr abarcar y sancionar a aquellos que cometían el delito de información privilegiada en sentido estricto, no así el de abusar de información reservada.

Esta norma era claramente insuficiente, ya que al intentar aplicar las sanciones, habría que hacer una interpretación de si la información reservada incluye o no a la información privilegiada, ya que es un concepto de aplicación más restrictiva²³; además, no se define que se entiende por información reservada.

Por otro lado, esta norma presentaba el problema de que sólo podía ser información referida a la sociedad, es decir, la compra y venta de los valores emitidos por ella.

Este artículo daba pie para entender que el fundamento de la ley era evitar la apropiación indebida de la información, fundándose en un derecho de propiedad sobre ella por parte de la sociedad.

No es hasta el año 1994, con la modificación producida por la ley N° 19.301, que incorporó un nuevo Título XXI a la ley llamado “De la Información Privilegiada”, ésta fue introducida al Congreso por medio de un proyecto de ley presentado por el Presidente de la República el 27 de enero de 1993. La intención original era modificar el art. 13, ampliando los sujetos activos, las presunciones de los sujetos, los hechos constitutivos de la infracción y añadir sanciones. En la cámara del Senado, la comisión, por unanimidad decidió crear un nuevo título a la ley y suprimir el art. 13. El Superintendente de Valores y Seguros señaló que los objetivos perseguidos eran cinco:

- Precisar lo que se entiende por información privilegiada.

²² Superintendente Sr. Fernando Alvarado E., Centro de documentación SVS, 1987; en Prado Puga, Arturo; “Acerca del concepto de información privilegiada en el mercado de valores chileno: su alcance, concepto y límites”; *Revista Chilena de Derecho*; Vol. 30, N° 2, 2003, pág. 241

²³ Se establece cuál es la información reservada en el art.10 de la LMV

- Evitar la discriminación del distinto grado de información en el que participan los actores del mercado.
- Impedir el uso indebido de la misma.
- Propender a una mayor transparencia del mercado de valores.
- Aplicar drásticas sanciones por el uso indebido de la misma²⁴.

En 1995 se dicta la ley N° 19389, cuyo objeto es especificar la calidad de terceros con quienes los intermediarios pueden operar lícitamente, los sujetos en que se presume que tienen acceso a información privilegiada y sus obligaciones. Posteriormente, en el año 2000, la ley N° 10705 incluye un nuevo título, cuyo fin es regular las Ofertas Públicas de Acciones, para llenar los vacíos respecto a este tema y evitar las tomas de control es desmedro de los accionistas minoritarios. En este contexto, se aumentan las presunciones de personas que tienen acceso a información privilegiada y crean nuevos delitos penales en el ámbito corporativo y del mal uso de información privilegiada. La última gran modificación se realizó en el 2009 con la ley N° 20382, y que entró en vigencia el 1 de enero del 2010 y que vino a regular los Gobiernos Corporativos e introduciendo modificaciones al Título XXI, que consistieron, principalmente, en ampliar el concepto de información privilegiada y las presunciones de quienes tienen acceso a ella. Actualmente se encuentran dos proyectos en el parlamento que tiene por objeto incluir a los funcionarios públicos en la prohibición del uso de información privilegiada y el plazo en que tendrán el carácter de información privilegiada los estados financieros una vez entregados a la SVS.

2. Concepto y contenido de la información privilegiada

El art. 164 de la LMV entiende por información privilegiada:

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

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

De la definición se puede extraer que la información privilegiada tiene como características que debe recaer sobre una sociedad que emite valores, al mercado o a la oferta pública de ellos; que, además, sea desconocida para el público o que su conocimiento sea de un mínimo de individuos y que dicha información tenga tal calidad o importancia que su revelación al mercado afectará en la cotización de los valores.

²⁴ Historia de la ley 19.301, Tomo II, diario de sesiones del senado, sesión 18, página 2980.

Respecto del primer punto, es decir, qué se entiende por valores y oferta pública, hay que remitirse al art. 3° de la ley, si la información recae sobre alguno de los títulos mencionados. Además, la información debe recaer sobre un valor o la empresa que lo emite o al mercado en que se desenvuelve, por lo cual debe ser precisa y concreta.

Montenegro Celedón señala que el desconocimiento debe provenir por parte del público inversionista en general, no de cada uno de ellos, ya que siempre habrá personas que tengan de alguna u otra forma acceso a la información privilegiada, ya sea de manera directa o indirecta²⁵. Además se requiere que para el público inversionista sea inaccesible. Esto quiere decir, asimismo, que no haya sido evaluada por el mercado, ya que éstos no tienen la suficiente fuerza para alterar el precio de los valores.

La información debe poseer las características de precisa y determinada, por lo cual se requiere que no sean sólo rumores, sino que tenga un grado de seriedad, “no debe ser vago o impreciso, teniendo presente que la referencia concreta a que alude el concepto legal se encuentra contemplada en términos objetivos, en el sentido de establecer específicamente a que o quienes debe referirse la información (...)”²⁶. Es por esto que la información no debe basarse en meras suposiciones, aún cuando presenten cierta seriedad y parezcan sólidas.

Por último, la información, para que pueda ser catalogada de privilegiada debe ser idónea para modificar o alterar el precio de cotización de los valores, para ello se utiliza el criterio del hombre juicioso; “de acuerdo a la importancia que de forma anticipada le asignaría un hombre razonable enfrentado a esa situación o con los antecedentes que maneje aquel hombre juicioso confórmela paradigma de conducta que emplea el inc 2° del art. 9 de la LMV (...)”²⁷

3. Prohibiciones y deberes

Luego de definir la ley lo que entiende por información privilegiada, establece prohibiciones que implican un mal uso de ella en el art. 165, y señala que “*cualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación tenga acceso a información privilegiada*” no podrá:

- Utilizar la información privilegiada en beneficio propio o ajeno.
- Adquirir para sí o para terceros, directa o indirectamente, los valores sobre los cuales posea información privilegiada.
- Valerse de la información privilegiada para obtener beneficio o evitar pérdidas.

En el mismo art., sin embargo, señala una excepción, que dice relación con los intermediarios, que aún cuando posean información privilegiada, pueden contratar por cuenta de terceros siempre que “*la orden y las condiciones específicas de la operación provenga del*

²⁵ Cfr. Montenegro Celedón, Alex, *Tutela penal de la información privilegiada en la ley 18.045 sobre mercado de valores*, Memoria de prueba, Pontificia Universidad Católica de Valparaíso, Valparaíso, 2004, pág. 16

²⁶ Nuñez Plaza, Luisa Fernanda, *La información privilegiada... Ob. Cit. Pág. 177*

²⁷ Prado Puga, Arturo; “Acerca del concepto de ...; pág. 246

*cliente, sin asesoría ni recomendación del intermediario (...)*²⁸”. Por lo tanto, para que dichas operaciones no sean investigadas por un uso de información privilegiada, la orden debe provenir del tercero, y que no hayan sido recomendadas por el intermediario.

Campos Graziani señala que las hipótesis señaladas en el art. 165 son redundantes, por cuanto la primera incluye a las otras dos, ya que “La razón de esta afirmación, es que cualquier operación realizada por el *insider* u *outsider*, sea ésta, venta o compra de títulos, deben ser siempre entendidas sólo como el medio empleado para obtener un fin, cual es obtener un beneficio económico para sí o para otro²⁹.”

Por su parte, Montenegro Celedón señala que este sistema de prohibiciones sería un sistema subjetivo, por lo cual hay que acudir a la relevancia y la intencionalidad para determinar si un individuo violó las prohibiciones establecidas en la ley³⁰, y que las presunciones que se encuentran en el art. 166, sólo es una forma de facilitar la prueba. Si bien estas presunciones son simplemente legales, la prueba para demostrar que no ha existido un mal uso de información privilegiada se torna difícil, además, la SVS al establecer las sanciones argumenta sobre la base de ellas, por lo cual, este sistema se transforma en uno completamente objetivo, bastando probar el ataque a la igualdad y transparencia.

Para que opere la infracción, además se requiere relevancia de la información e intencionalidad, por lo que se requiere dolo o al menos algún grado de culpa, “En este sentido, la categoría de sujetos que pueden acceder a información privilegiada, puede variar en función del conocimiento de las ventajas que le proporciona su uso y si sabe efectivamente, o se halla en posición de saber acerca del carácter privilegiado que reviste la información³¹”.

Dentro de los deberes que se deben cumplir, la doctrina menciona dos, los cuales son:

- Deber de reserva
- Deber de salvaguardia o de vigilancia.

El primero es en no revelar la información que cumple con los requisitos para ser considerada privilegiada por las personas que tengan en razón de su cargo, posición, actividad o relación acceso a ella. Salah Abusleme menciona que este deber es antecedido por el “(...) deber de informar en la forma ordenada por la LSA, LMV y las regulaciones de la SVS³².”

El deber de salvaguardia o vigilancia consiste en impedir que se filtre la información por medio de terceros que tienen contacto con la empresa o subordinados, la comuniquen o hagan uso de la información., “(...) por existir una posición de garante respecto del adecuado funcionamiento del mercado de valores³³”.

²⁸ Chile. Ministerio de Hacienda. 1981. Art. 165. Ley N° 18045, Diario Oficial, 22 de octubre de 1981

²⁹ Campos Graziani, Rolando, *Insider Trading...*, Op. Cit, pág. 175.

³⁰ Cfr. Montenegro Celedón, *Tutela Pena...*, Op. Cit., págs. 25-26

³¹ Prado Puga, Arturo; “Acerca del concepto de ... Op. Cit.; pág. 263

³² Sarah Abusleme, María Agnes, *Responsabilidad...*, Op.Cit. pág. 177

³³ *Ibidem*. Pág. 178

4. Sujeto activo

El art. 165 señala la norma principal respecto de quiénes son los sujetos activos que pueden cometer un mal uso de información privilegiada y es “cualquier persona que en razón de su *cargo, posición, actividad o relación (...)*”. Pero, ¿Qué se entiende por dichos conceptos? Por cargo se hace referencia al lugar que ocupa la persona, lugar que debe ser de ejecutivo dentro del emisor.

Por posición, lo detenta aquel que sin ocupar un cargo, “actúa permanentemente o esporádicamente frente a la compañía como fuente de información, por ejemplo, un auditor externo, un consultor, o los clasificadores de riesgo³⁴”.

Actividad es el conjunto de operaciones o tareas propias desarrolladas por una persona.

Relación, es la conexión con el emisor.

Al determinar quienes son los sujetos activos, hay que remitirse al art. 166 de la ley que establece presunciones simplemente legales de quienes tienen acceso a información privilegiada; artículo que la doctrina hace una división para establecer los distintos tipos de individuos que pueden cometer la infracción.

Dentro de los distintos tipos de iniciados³⁵, se distingue entre iniciados primarios e iniciados secundarios y aquellos iniciados, primarios o secundarios, que hubieren cesado en sus funciones. A su vez, los iniciados primarios se subdividen entre internos institucionales, siendo aquellos que tienen acceso directo a la información en razón de su cargo, posición o actividad como los directores, gerentes generales, y altos mandos de las empresas. Estos se encuentran detallados en el inciso primero del art. 166. Además, los iniciados primarios se dividen en los iniciados internos o externos no institucionales, siendo éstos quienes desempeñan actividades tanto dentro de la empresa como fuera de ella; se distinguen de los anteriores es que no tienen un acceso directo a la información y sólo será aplicable la presunción cuando hayan tenido un real acceso a ella, puesto que no son altos mandos, a diferencia de éstos. Se encuentran en el inciso 2º del art. 166.

Los iniciados secundarios, por su parte, son aquellos que no tienen acceso a la información por no ser parte de la empresa de manera directa o indirecta, sino que acceden por medio de una relación, como por ejemplo, amigos.

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

³⁴ Prado Puga, Arturo; “Acerca del concepto de ...”; pág. 263

³⁵ Así es como denomina la doctrina a los individuos que tienen acceso a información privilegiada, usado como sinónimo de concepto inglés *insider*.

relación o posición respectiva³⁶”, no estableciendo un plazo determinado de la duración de la obligación.

5. Otros conceptos afines

Tanto en la doctrina como en la ley, se hace referencia a otros conceptos que tienen relación con el concepto de información privilegiada, pero que no son sinónimos, aunque, tanto en la discusión parlamentaria, como en el inicio de esta regulación, se utilizaran indistintamente. Entre los distintos conceptos que tienen relación o que son incluidos por este concepto son:

- **Información continua:** al igual que la información esencial, este tipo de información se encuentra regulada en el art.10 de la LMV, denominándose el título III “De la Información Continua y Reservada”. A su vez, se encuentra regulada igualmente en la Norma de Carácter General N° 30 en su Sección III, al hacer mención “a la inscripción de emisiones de acciones de pago”. Esta norma establece ciertas obligaciones, además de informar, siempre que no se hayan suscrito y pagado el total de las acciones inscritas de la sociedad. Estas normas no definen lo que es información continua; Moya Diaz entrega una definición que a mi parecer es bastante acertada, y sería aquella que “deben entregar de manera completa, permanente y ordenada las entidades que interactúan en el Mercado de Valores, como las sociedades anónimas abiertas a los órganos administrativos que las fiscalizan, como al público en general³⁷.”

Toda información continua debe cumplir con dos exigencias, las cuales son la de publicidad (formal), que consiste en que la información debe reunir características generales de toda información bursátil, ser veraz, seria y oportuna; debe estar referida cualquier acontecimiento legal, económico o financiero de importancia y por último debe ser entregada en forma periódica y de acuerdo a las publicidades exigidas a las sociedades anónimas. Las exigencias de contenido (fondo), por otro lado se refiere a antecedentes generales, económicos o financieros; hechos relevantes; u otro tipo de antecedentes.

A partir de esta definición, se puede determinar que cualquier información que se pueda considerar como relevante, debe ser informada al público, por lo tanto, la información continua puede o no puede ser información privilegiada, dependiendo de la relevancia que tiene, siempre que ella pase a ser información reservada, ya que existe la obligación de informar al público respecto de ella.

- **Información reservada:** Ésta se encuentra definida en el art. 10 inc 3° de la ley, y que establece :

³⁶ Chile. Ministerio de Hacienda. 1981. Art. 167. Ley N° 18045, Diario Oficial, 22 de octubre de 1981

³⁷ Moya Diaz, Andrea Soledad; *La información bursátil*, Memoria de Prueba, Universidad de Talca, Talca, 2000, pág. 26.

“(…) ciertos hechos o antecedentes que se refieran a negociaciones aún pendientes que al conocerse puedan perjudicar el interés social”, siempre que haya sido acordada por $\frac{3}{4}$ de los miembros del directorio en ejercicio darle esa calidad. Hay que hacer presente que toda información reservada es información privilegiada, de acuerdo al inc 1º parte final del art. 164, pero no toda información privilegiada es reservada³⁸”.

La característica principal de la información reservada es que no es una categoría aparte, por el contrario, es un estado en que se puede encontrar la información esencial, es decir cuando aún la información no adquiere el carácter de permanente; dejará de serlo cuando la información adquiriera el carácter de permanente o se tome la decisión de divulgarla.

- **Información esencial:** en nuestra legislación no existe una definición de lo que se entiende por información esencial, y sólo establece el deber de diligencia que se debe tener respecto de ella. Así, en la LMV en el art. 10, señala que “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”; la ley de Sociedades Anónimas establece, “se entenderá por información esencial aquella que un hombre juicioso consideraría importante para sus decisiones sobre una inversión³⁹”.

La SVS, en su Norma de Carácter General N° 30, en la Sección II, N° 0, letra B establece una serie de ejemplos de lo que se consideraría información esencial, pero lo más relevante de ello es que, en su última letra, establece una cláusula de carácter general, cual es “Cualquier otro hecho que produzca o pueda producir influencia positiva o negativa en la marcha de la empresa, en sus valores o en la oferta de ellos”, definiendo que es lo que se entiende por información esencial.

Se puede inferir del párrafo anterior que será información esencial aquella que cumpla con los requisitos de veracidad, suficiencia, y debe ser entregada en forma oportuna.

Salah Abusleme señala que cada vez que se ha utilizado de mala manera una información considerada como esencial no divulgada al mercado, habría utilización de información privilegiada, por existir una presunción legal⁴⁰.

³⁸ Es importante hacer esta precisión por cuanto, el antiguo art. 13 de la ley, anterior a la modificación del año '94, existía la discusión doctrinaria de si toda información privilegiada era reservada o no, puesto que dicho artículo sólo se refería a la información reservada.

³⁹ Chile. Ministerio de Hacienda. 1981. Art. 9º, Ley N° 18.046, Diario Oficial, 22 de octubre de 1981.

⁴⁰ Cfr. Sarah Abusleme, María Agnes, *Responsabilidad...*, Op.Cit. pág. 45.

CAPÍTULO IV

FUNDAMENTOS DE LA PROHIBICIÓN EN CHILE

En nuestro país, al comenzar a regular esta materia, se basaron principalmente en la regulación norteamericana y en los fundamentos esgrimidos por los tribunales de justicia estadounidenses para sancionar el mal uso de información privilegiada, fundamentos principalmente de carácter privado. Con posterioridad, con la modificación a la LMV realizada en el año 1994, los fundamentos en los cuales inicialmente se basó la prohibición fueron cambiando hacia unos fundamentos más públicos, donde la protección y transparencia del mercado son los pilares de cuantiosas multas que pueden ser impuestas por la SVS.

Argumentos a favor de la prohibición

1. La Transparencia del Mercado

Con anterioridad hemos tratado de dar una definición de lo que se entiende por transparencia del mercado, entendiéndola como el reflejo de toda la información en el precio de los valores, haciendo de éste un precio exacto, pero esto sólo se podría dar en un mercado perfecto, el cual, no existe; es por ello que sólo se puede intentar alcanzar dicha transparencia. No existe norma que de las directrices para entender cuando un mercado se está acercando a dicha perfección, o que dé una definición que otorgue las características de un mercado transparente.

En la doctrina nacional, hay varios autores que, al fundamentar la prohibición, su principal base es la transparencia, por cuanto ella se refiere al reflejo exacto de la información, y al hacer un mal uso de la información que ha sido ocultada no se cumple con este principio y produciendo una falta de confianza en el mercado, atentando contra la fe pública. Esta desconfianza se traduciría en una disminución en la inversión o el aumento de los costos de ella debido a los riesgos de que el valor actual de un título no sea real, y las pérdidas por ello sean mayores a las ganancias esperadas.

Durante la tramitación del proyecto de reforma a la LMV y con ello, la introducción del uso de información privilegiada como figura sancionada, el Ministro de Hacienda de ese entonces, el señor Alejandro Foxley señaló en su presentación que “(...) El establecimiento de regulaciones sobre conflictos de intereses y uso de información privilegiada incidirá en mayor transparencia del mercado de capitales⁴¹”

A priori se puede determinar los efectos que traería consigo el uso de información privilegiada, pero a mi parecer, ex post, quizás los daños no sean tan graves. Lo señalado por el señor Ried Undurraga lo explica claramente, “Sin embargo, no se ve claro que el prohibir revelar la información relevante del mercado de valores o utilizarla pueda aumentar la transparencia de

⁴¹ Intervención del Ministro de Hacienda, señor Alejandro Foxley, Acta sesión del Senado N° 22, 1994.

éste. La conclusión lógica es precisamente la contraria, esta prohibición hace que el mercado de valores sea menos transparente.

Si se permite el uso de información privilegiada para ciertos casos, aquellos a quienes se ha autorizado su uso, transarán intensamente el valor correspondiente hasta que su precio alcance su precio justo, efecto que se logrará antes que un escenario de prohibición, en el que hay que esperar que el emisor en cuestión haga pública la información correspondiente, o que algún analista la descubra y haga lo mismo que hubiera hecho el *insider*⁴².”

A lo anterior se puede señalar que en la práctica, por lo general puede no ocurrir así, puesto que la compra o venta de valores es en un tiempo no muy lejano a la revelación de la información, por lo cual el valor de las acciones no alcanza su valor real antes de que se haga pública la información. Pero hay que tener en cuenta, que el uso no sería una autorización amplia, sino que, como se señaló anteriormente, *ciertos casos*. ¿Cuáles serían estos casos específicamente autorizados a usar la información privilegiada? A mi entender, existirían dos casos, los dueños de la información y quienes obtienen la información por el estudio realizado al mercado⁴³, es decir, los accionistas y los analistas del mercado.

Por otra parte, si bien es posible que el uso afecta la transparencia, no se explica el cómo se lograría ello, si ya se parte de la premisa que el mercado no es perfecto, por lo cual la transparencia no existiría; puede existir un mercado más transparente que otro, pero no perfecto en dicho sentido. Además que una de las características de dicho concepto es ser difuso al tratar de definirlo, no tiene márgenes claro, por lo cual es aún más difícil determinar cuando un mercado es transparente.

Al existir la prohibición se estaría atentando contra este principio, puesto que se impide que se revele la información, impidiendo que el precio la refleje.

2. Asimetría de la información

Se entiende por asimetría de la información cuando una de las partes cuenta con menor información o tiene información relevante que la contraparte no posee ya que no se ha hecho pública o no ha podido acceder a ella. Este tema ha sido ampliamente investigado por la doctrina, principalmente en la contratación como un caso de error o dolo omisivo; en la protección del consumidor como la parte contratante más débil; y en los mercados financieros, puesto que la información tiene aún un mayor valor dado su alto impacto en el alza o baja del precio de los valores.

La dogmática financiera, al estudiar este tema, asocia tres problemas que son los efectos que produce la asimetría. El primero de ellos es la selección adversa, que consiste en que los prestamistas no cuentan con la suficiente información respecto de la calidad o solvencia de los

⁴² Ried Undurraga, José Miguel; “Fundamentos de la prohibición del uso de información privilegiada en Chile: Una visión crítica”, en *Revista Chilena de Derecho*, Vol. 31 N°3, Santiago, 2004, págs. 452.

⁴³ Como se verá en unas secciones más adelante, tratándose el derecho de propiedad sobre la información.

prestarios. La siguiente dificultad que se presenta es el riesgo moral, Sánchez-Daza lo explica así “En este sentido el riesgo moral ocurre cuando una parte en una transacción tiene el incentivo y habilidad para cambiar los costos sobre la otra parte. En los mercados financieros, cuando la información es asimétrica, un prestamista puede ser incapaz de observar si un prestatario invertirá en un proyecto riesgoso o en un proyecto seguro, y si el prestatario no está condicionado o sujeto a ciertas obligaciones o garantías de alguna clase el resultado será una inversión excesiva en proyectos riesgosos⁴⁴.” Por último, el comportamiento rebaño, que se puede definir como el comportamiento de los inversionistas que tienen menos información de seguir la conducta de quienes creen que tienen una mejor información, o un mayor acceso a ella, al momento de realizar una inversión.

Esta claro el hecho de que no todos los participantes del mercado tienen la misma información al momento de contratar. No todos ellos tienen las mismas habilidades, capacidades y facultades para procesar las noticias o datos financieros que puedan arrojar un análisis del mercado. Es así como lo presenta durante la tramitación del proyecto, el Superintendente de Valores y Seguros de la época, ante la Comisión de Hacienda del Senado en su intervención, hizo referencia al hecho de que existen grupos con distintos grados de información y señala que “De ahí entonces la necesidad de establecer una forma regulatoria que inhiba a aquéllos de revelarla y menos utilizarla, mientras ésta no sea divulgada oficialmente al mercado. Con ello se evita la discriminación en el conocimiento de la información y se cumple el objetivo de una participación igualitaria de oportunidades en la información⁴⁵”.

A partir de lo anterior hay que preguntarse, ¿quién es el verdadero beneficiario con la prohibición? Teniendo presente que los insiders son los sujetos activos, ¿qué pasa con los analistas del mercado? ¿Cuáles son los beneficios por ellos obtenidos? Para contestar estas preguntas hay que tener en cuenta que la información, al ser un bien, tiene un valor, y en este caso, dicho valor es dado por los analistas y estudiosos del mercado de valores; por lo tanto, si un inversor que no tiene los conocimientos acude a un corredor, cuya función es estar atento a los cambios, y por ello, el valor de dicha inversión será mayor al presupuestado inicialmente; y más aún, si han accedido a información que no se ha hecho pública de una manera que no sea de acuerdo al cargo, posición o relación, harían uso de la información privilegiada sin tener miedo a futuras sanciones, obteniendo mayores ganancias a las presupuestas. Debido a lo anterior, quienes son los verdaderos interesados en mantener la regulación es el grupo intermedio.

La prohibición tiene por efecto que se traspasen los privilegios de un grupo a otro, y no se logra el objetivo de la ley, que es obtener la simetría, y todo ello trae consigo de que los inversionistas que no tienen conocimiento del mercado sigan siendo perjudicados. Por otra parte, teniendo en cuenta la descripción del comportamiento rebaño, aquellos que no quieren recurrir a

⁴⁴ Sánchez- Daza, Alfredo, “Información asimétrica y mercados financieros emergentes: El análisis de Mishkin”, en *Revista Análisis Económico*; segundo semestre, Vol XVII, Nº 34, Universidad Autónoma Metropolitana, DF México, pág. 40.

⁴⁵ Actas de formación de la ley Nº 19301 de 1994, Acta sesión del Senado Nº 18 de 1993.

corredores, seguirán la conducta de ellos para adquirir valores, proceder no del todo correcto, por cuanto, si bien dichos participantes del mercado pueden haber obtenido información, no siempre es ella del todo adecuada a la realidad ya que puede ocurrir que el análisis realizado no haya arrojado los resultados correctos, produciendo por cuanto, una pérdida mayor al inversionista que la ganancia que esperaba obtener con el ahorro de la contratación de un analista. Sí se autorizara en ciertos casos el uso de información privilegiada, al ser de una fuente directa la información, ésta sería del todo correcta, y los inversionistas seguirán su ejemplo, llegando antes que se revele la información al precio adecuado, logrando de una mayor forma la eficiencia del mercado.

Además, la prohibición de uso de información privilegiada sólo se aplica en el ámbito del mercado secundario. En el caso de una contratación privada, para que se castigue el dolo o el error, éste tiene que ser grave; por ejemplo, si en una compraventa de un inmueble, éste tiene termitas, situación que es desconocida para el comprador (y no fue informada por el vendedor), si él no puso el mínimo de cuidado para averiguar el grado de conservación de la casa, el contrato no puede ser resuelto⁴⁶. El ejemplo que propone Ried Undurraga explica este punto aún más claramente: “Si una empresa pretende construir un gran centro comercial en cierto terreno y un director del centro comercial compra bienes raíces aledaños a dichos terrenos, sabiendo que el valor de esos terrenos subirá, con el exclusivo objeto de obtener una ganancia y sin que el vendedor tenga acceso a esta información, el director no tiene sanción alguna⁴⁷”.

Si la prohibición tiene como fin la protección al inversionista, ¿por qué en situaciones semejantes esta prohibición no se hace extensiva a ella? E incluso, ¿la parte contratante que se ve afectada por el uso de información relevante no puede alegar dicho desconocimiento para resolver el contrato y obtener una indemnización? Si fundamentos es el mismo, el daño llega a ser igual o mayor.

Si el fundamento es lograr la simetría en la información, primero hay que tener en cuenta que el mercado de por sí es asimétrico y aceptarlo y dejar que el mercado regule esta situación.

3. Confianza en el mercado

También conocido este principio como fe pública, tiene mucha relación con la transparencia del mercado, ya que sin ella el inversionista no sabrá si el precio de los valores es real o no, y debido a ello, dejará de invertir debido a las dudas de la veracidad de la información que supuestamente ha sido incluida en el precio produciendo la caída del mercado.

Durante la tramitación del proyecto, el Diputado Huepe señala “Por esta razón, en la discusión más detallada del proyecto enfatizaremos en la fe pública, en la necesidad de que el contribuyente, el chileno medio, el ahorrante, tenga confianza en los instrumentos que se le

⁴⁶ Así lo señala el proverbio latino: *Nemo auditur qui propriam turpitudinem alegans*: “no será oído quien alega su propia torpeza”.

⁴⁷ Ried Undurraga, José Miguel; “Fundamentos de la prohibición... Ob. Cit. Pág. 449

ofrecen, en que no hay manejos raros y en que, por el contrario, hay transparencia, todos elementos indispensables para que el mercado de capitales funcione de manera adecuada⁴⁸.”

Este argumento tiene los mismos fundamentos que la transparencia y la asimetría. Estos principios forman en conjunto un círculo en donde cada fundamento conlleva, necesariamente, a ser el argumento de otro principio. La fe pública implica transparencia, y ésta se logra permitiendo que exista una simetría en la información.

El problema se presenta cuando en realidad no se puede lograr dicha simetría, puesto que el mercado no es perfecto y como no existe una completa simetría, menos podría existir un mercado completamente transparente, por lo tanto, la fe pública nunca va a existir absolutamente. Lo que se puede hacer es mantener un buen nivel de confianza en el sistema, aceptando que no existe el mercado perfecto, pero si aquellos que lo acercan.

El uso de información privilegiada usada indiscriminadamente trae problemas que afectarían al mercado, haciendo que pierda credibilidad. Este es el principal fundamento de su prohibición, pero en ciertos casos puede ser hasta beneficioso su uso ya que la gente sabría de la autorización o facultad de ciertas personas de usar la información que no ha sido revelada, sabrían exactamente quienes son, sabrían en las condiciones en que se encuentran y traspasarían este conocimiento al precio, castigándolo de cierta forma, pero el precio contendría dicha información logrando, de algún modo, la transparencia.

4. Eficiencia del mercado

Por otro lado, la eficiencia tiene que ver con un aspecto económico, y no ético o persiguiendo un ideal de justicia, como es el caso de los anteriores argumentos. Se entiende por eficiencia cuando el valor de un título refleja toda la información acerca de él. Teniendo presente esta definición, entonces se puede inferir, por el comportamiento natural del mercado es que éste será eficiente dependiendo del momento, puesto que siempre va a existir nueva información que cambiará el precio de un título, ya que no es posible saber con antelación esta nueva información. A partir de esto se establece que hay distintos tipos de mercado basándose en su grado de eficiencia:

- Débil: Si los precios reflejan toda la información pasada de un valor. Esto quiere decir que nadie puede obtener retornos extraordinarios basándose en tendencias, ya que dicha información ya ha sido incorporada en los precios.
- Semi- fuerte: Si los precios reflejan toda la información disponible públicamente y la información histórica.
- Fuerte: Si los precios reflejan toda la información pública y privada. Esto significa que no se pueden obtener retornos extraordinarios ni siquiera teniendo acceso a información privilegiada.

⁴⁸ Informe del Diputado Huepe a la Cámara de Diputados, Sesión 5° de 8 de junio de 1993.

Entonces, al existir información que no puede ser revelada al público por que aún no esta lista o por que de hacerlo afectaría a futuros negocios, implica que en un momento determinado el valor de un título será más bajo que su valor intrínseco, puesto que no contiene toda la información acerca de él.

El inversionista lo que busca es obtener rentabilidad a largo plazo, sabiendo que existe un grado de riesgo en ello al adquirir títulos en el mercado de valores, para minimizar dicho riesgo es que compra información para obtener una mayor seguridad, haciendo que el precio a pagar sea aún mayor de lo pensado. Como se señaló anteriormente, el iniciado pone en movimiento los precios, al revelar incidentalmente la información al adquirir o liquidar los valores de una sociedad, logrando antes de que sea revelada la información, el precio real. Campos Graziani señala que este argumento presenta un problema, y éste es que se parte de la base de que el insider lo hace en pro del mercado, cuando en realidad lo hace en beneficio propio⁴⁹. Debo decir que el autor, a mi parecer, señala lo anterior creyendo que este es un argumento basado en la justicia o en la ética de los participantes del mercado, cuando no es así. Como lo señalé al principio de este apartado, este es un argumento netamente económico y sólo se fija en el efecto que produce la información privilegiada en el mercado y el actuar de un insider trading, y no la verdadera motivación para actuar así o si no produce daño alguno.

Guzmán Anrique, citando al gran defensor del uso de información privilegiada señala: “(...): el siguiente argumento económico fundamental, el que ningún economista ha negado nunca, es que el insider trading siempre empujará los precios de las acciones en la dirección “correcta”. Es decir, el efecto del insider trading siempre será mover el precio de una acción hacia el nivel correcto reflejando todos los hechos reales sobre la compañía. Existe debate en la rapidez con que el insider trading hará esto y qué impacto tiene en el tiempo de la completa divulgación. Pero no existe debate en la proposición básica, y la lógica económica implícita en ella es clara⁵⁰”.

5. Seguir el ejemplo estadounidense

Durante la tramitación de la ley N° 19.301, cuyo fin fue modificar e introducir el Título XXI, varias de las intervenciones indicaron que esta materia debía ser regulada, puesto que los mercados de países más avanzados tenían una normativa, logrando que el mercado de valores sea más fuerte. “(...) El Ejecutivo ha propuesto ahora un texto sustitutivo que comprende las figuras actuales, perfecciona y mejora la redacción del precepto, precisa el concepto de información privilegiada, comprendiendo también las situaciones que se reseñan en el derecho comparado y que informan esta institución, que es de la mayor trascendencia para una adecuada transparencia del mercado. A su vez, se refuerza esta norma, creando las figuras penales pertinentes, toda vez que la tendencia internacional es ser más riguroso en la sanción del uso de información

⁴⁹ Cfr. Campos Graziani, Rolando; *Insider Trading... Ob. Cit.*, pág. 51

⁵⁰ Manne, Henry G., “Insider Trading and Property Rights in New Information”, *Cato Journal*, Vol. 4, N° 3, 1985, pag. 935. En Guzmán Anrique, Francisco José; *Información... Ob. Cit.* pág. 92.

privilegiada, elevándola a la categoría de delito; por ello, se propone agregar como figuras penales, las de la letra h) del art. 59⁵¹”.

De esta intervención se puede inferir que el Superintendente entiende que el motivo principal de regular la información privilegiada en derecho comparado es la transparencia del mercado.

“Los señores Senadores autores de la indicación explicaron que en atención a que se ha creado –como se verá más adelante- un Título XXI sobre información privilegiada y con el objeto de reforzar esta institución y de acuerdo a la tendencia internacional en esta materia de sancionar penalmente estas infracciones, sin perjuicio de las restricciones civiles por su aprovechamiento, se tipifican en esta letra e) como figuras penales las conductas de uso indebido de información privilegiada, conocida en la doctrina como *insider trading*. La norma propuesta recoge la figura de delito de peligro⁵²”.

En la misma discusión, señalaba el Senador Andrés Zaldivar: “Señor Presidente, además quiero referirme a otro aspecto de la ley, lo que en los Estados Unidos se llama *insider trading*, que equivale a lo que nosotros conocemos como mal uso de información privilegiada. ¿En qué consiste? En que quien tiene información económica determinada la aprovecha, por la anticipación con que la obtiene, para hacer pingües utilidades en beneficio propio, o de sus parientes, o de sus amigos. En Estados Unidos hubo un juicio de extraordinaria importancia que reveló la magnitud de los intereses que pueden estar en juego y la forma de aprovechar esta información. Ello dio origen a toda la normativa relativa a precisar cuándo se produce el *insider trading* y a cómo ponerle freno. Eso no se logró apostando un agente de policía o un investigador junto a cada director de empresa para impedir que actuara mal. Se establecieron tipos penales y fortísimas sanciones pecuniarias. ¡Ahí está la gran diferencia entre nuestro pensamiento y a veces la forma de hacer las leyes, y el que realmente entiende lo que es la libertad del ser humano! Yo no creo en las limitaciones ni en las inhabilidades a priori. Nada se gana con ellas⁵³”.

Esta última transcripción es la que realmente representa el interés de seguir el modelo estadounidense para normar esta materia. Es un principio, el Senador Zaldivar pareciera confundir el concepto de *insider trading* con el mal uso de información privilegiada, puesto que el primero, su traducción literal es de iniciado, y como se señaló anteriormente éste es aquella persona que comete el delito de usar información privilegiada; el segundo es el delito.

El hecho de que se quiera tomar como referencia la normativa de un mercado altamente desarrollado es positivo, el problema se presenta al no analizar a que respondía aquella regulación. Si bien la prohibición en Estados Unidos comenzó fundándose en la protección del mercado y su transparencia, la Corte Suprema en 1980 y 1983, cambió los argumentos basándose, ahora en la apropiación indebida de la información.

⁵¹ Intervención del Superintendente de Valores ante el Senado. Acta de sesión del Sesión N° 18, 1993

⁵² Intervención de los Senadores Jaime Gazmuri y Andrés Zaldivar. Acta de sesión del sesión N° 18, 1993

⁵³ Intervención del Senador Andrés Zaldivar. Acta de sesión del sesión N° 22, 1994

6. Daño al emisor de valores

Al reconocer que el accionista tiene un derecho de propiedad sobre la información privilegiada, cualquier acto realizado utilizándola por parte de aquel o aquellos a quienes no les pertenece sin contar con la autorización, estarían causándole un daño, ya que al hacer uso de ella, estarían dando señales al mercado, como se explicó anteriormente, generando un perjuicio a los emisores ya que pierden la oportunidad de decidir si usarla o no, con las consecuentes pérdidas económicas que trae consigo. Estas pérdidas no hay que verlas sólo para un accionista, sino que el conjunto de ellos y la Sociedad son los grandes perdedores del uso de información privilegiada.

Quienes pueden hacer más daño a los accionistas son aquellos que, en su representación dirigen y administran la sociedad, a decir, directores, gerentes, altos mandos dentro de una empresa, puesto que ellos son los primeros en tener acceso a la información; y es por esto que se encuentran dentro de las presunciones del art.166 de la LMV. Al basarse el legislador en la normativa estadounidense para regular esta materia, no tomó en cuenta el hecho de que en ese entonces, dicha legislación ya llevaba años de intenso estudio tanto por parte de la doctrina como de los Tribunales de Justicia; por lo que al momento de tomarla como modelo, ésta ya había avanzado a una regulación basada en un quiebre al deber de fidelidad por parte de los administradores y la apropiación indebida, dejando sin argumentos el fundamento de la simetría de la información o la transparencia del mercado.

Al dictarse la LMV, como apuntamos en un capítulo anterior, inicialmente ésta contenía sólo un intento de regular lo que hoy día se conoce como información privilegiada. En su art. 13, en sus 2 últimos incisos, señala que aquel que haya obtenido beneficios gracias al uso de información reservada, debe devolver dichas utilidades a la caja social y la persona afectada por el uso de dicha información puede demandar indemnización de perjuicios. Esto indica que en un principio la ratio fue la apropiación indebida y, en el caso de los administradores, fallar al deber de lealtad, deber que es la contrapartida de la confianza depositada en ellos por parte de los accionistas, así lo señala Pfeffer Urquiaga, “El deber de obrar con lealtad es la contrapartida de la confianza depositada por los accionistas en la designación, y se vincula con el conjunto de facultades de las cuales ha sido investido el director para el cumplimiento del objeto social; facultades que han de ser ejercidas en el interés social. Se trata de una situación que impone el deber de atender lo ajeno con preferencia a lo propio⁵⁴”.

¿De dónde proviene este deber de lealtad? Las normas que regulan el deber de lealtad, además de un deber de cuidado, se pueden encontrar principalmente en la LSA, normativa a la que se le critica el poco orden y amplitud al establecer las obligaciones y deberes de los directores. El art. 39 inc 3º, menciona el deber de lealtad de los directores:

⁵⁴ Pfeffer Urquiaga, Francisco; “El concepto de control societario, la administración de la sociedad anónima, los conflictos de interés y la potestad punitiva de la Superintendencia de Valores y Seguros en el contexto del denominado caso chispas”; *Revista Chilena de Derecho*, Vol. 32, N° 3, 2005, pag. 523.

“Los directores elegidos por un grupo o clase de accionistas tienen los mismos deberes para con la sociedad y los demás accionistas que los directores restantes, no pudiendo faltar a éstos y a aquélla a pretexto de defender los intereses de quienes los eligieron⁵⁵.” Por su parte, el art. 41 establece que:

“Los directores deberán emplear en el ejercicio de sus funciones el cuidado y diligencia que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios y responderán solidariamente de los perjuicios causados a la sociedad y a los accionistas por sus actuaciones dolosas o culpables⁵⁶”. Pero, en definitiva, la norma que señala los hechos que constituirían una infracción a este deber se encuentra en el art. 42 N° 7:

“En general, practicar actos ilegales o contrarios a los estatutos o al interés social o usar de su cargo para obtener ventajas indebidas para sí o para terceros relacionados en perjuicio del interés social. Los beneficios percibidos por los infractores a lo dispuesto en los tres últimos números de este artículo pertenecerán a la sociedad, la que además deberá ser indemnizada por cualquier otro perjuicio.

Lo anterior, no obsta a las sanciones que la Superintendencia pueda aplicar en el caso de sociedades sometidas a su control⁵⁷”.

¿Cómo se produce las infracciones al deber de lealtad? Porque ha habido una desviación en la administración cuyo fin ya no es obtener el bienestar de sus representados, si no que los propios. Esto se genera por existir un conflicto de intereses, ya que quien administra los bienes ajenos, lo hace con intención de obtener beneficios para sí, sin importa que la empresa peligre por ello, aprovechándose de la confianza otorgada.

Por lo anterior, se puede decir que los elementos para que se configure un conflicto de interés son:

- Una situación contrapuesta, definitiva y real, entre el interés del director y el interés social.
- Posible perjuicio a la sociedad.
- Un nexo de causalidad entre el interés del director y el perjuicio de la sociedad.
- Carácter patrimonial del interés del director.

Si bien estas normas ayudan a que se evite el mal uso de información privilegiada por parte de los directores, aún falta en este tema, puesto que no hay regulación expresa que prohíba a los directores a competir con la sociedad que administran, o complementar el objeto de ella. Puesto que a través de esta modalidad han encontrado una forma de burlar la norma para obtener ventajas económicas, específicamente por medio de lo que la doctrina llama autocontrato. Díaz Tolosa, quien ha tratado este tema señala, “Con el fin de evitar parte de estos conflictos se plantea, como derivación del deber de lealtad, la necesidad de recoger en nuestra legislación expresamente la prohibición a los directores de competir con la sociedad que administran, pues

⁵⁵ Chile. Ministerio de Hacienda. 1981. Art. 39, inc 3°, Ley N° 18.046, Diario Oficial, 22 de octubre de 1981.

⁵⁶ Chile. Ministerio de Hacienda. 1981. Art. 41°, Ley N° 18.046, Diario Oficial, 22 de octubre de 1981.

⁵⁷ Chile. Ministerio de Hacienda. 1981. Art. 42 n° 7, Ley N° 18.046, Diario Oficial, 22 de octubre de 1981.

actualmente la LSA no hace referencia alguna a ello, ni siquiera impone –como al menos lo hace la legislación española (artículo 127 ter. 4) – la obligación de comunicación de participaciones y cargas en sociedad competidora y de competencia, lo cual nos parece del todo desafortunado pues consagrándose esta prohibición se podría aminorar en la práctica el surgimiento de conflictos de intereses⁵⁸”.

Un claro ejemplo del tema ahora tratado fue el actuar de los administradores en el caso LAN, quienes adquirieron acciones un día antes de que se hiciera pública la información de que se repartirían utilidades equivalentes a \$80 por acción. La SVS multó a los actores por uso de información privilegiada.

Dichos directores adquirieron acciones por intermedio de otra sociedad de la cual eran accionistas, obteniendo con ello ganancias que ascendían al medio millón de dólares, ganancias que perdió el Fondo Internacional Fidelity que fueron quienes le vendieron el paquete de acciones. Esta adquisición causó perjuicio en dichos accionistas, ya que dejaron de ganar dicha cantidad. Lamentablemente, los sancionados se allanaron a la multa, pagándola en su totalidad, o y sin presentar una buena defensa que explicara su actuar, ya que este caso hubiera ayudado a aumentar el debate doctrinal en torno a este tema, al quizás, proponer nuevas aristas en esta discusión.

Argumentos en contra de la prohibición

1. Derecho de propiedad sobre la información generada

El argumento que más peso ha tenido entre los defensores del uso de la información privilegiada, a mi parecer, y que autorizaría a ciertas personas a utilizarla, es que existiría un derecho de propiedad sobre dicha información y este derecho pertenecería a los accionistas de la sociedad objeto de la información.

Para establecer si realmente existe tal derecho, hay que averiguar si la información privilegiada puede ser catalogada como un bien para que pueda existir un derecho de propiedad sobre ella.

El Código Civil, en su art. 582 señala:

“El *dominio* (que se llama también propiedad) es el derecho real en una cosa corporal, para gozar y disponer de ella arbitrariamente; no siendo contra la ley o contra derecho ajeno⁵⁹”. Este art. define lo que se entiende por dominio o propiedad, y señala las facultades que otorga el dominio, las cuales son usar, gozar y disponer. Núñez Pobrete define a la propiedad: “Sin dejar de recurrir al concepto tradicional del derecho privado, corregido por la moderna noción constitucional de la función social, se entiende que la propiedad es una potestad social y

⁵⁸ Díaz Tolosa, Regina Ingrid; “Deber de los administradores de no competir con la sociedad anónima que administran”; en *Revista Chilena de Derecho*; Vol 20, N° 1; 2007, pág. 98

⁵⁹ Chile. Ministerio de Justicia. Art. 583. Decreto con Fuerza de Ley N° 1, Diario Oficial de 30 de mayo de 2000

jurídicamente reconocida a una persona sobre un objeto, que en tanto instituto jurídico dotado de una función social, otorga al sujeto el más amplio y generoso haz de poderes sobre una cosa: esto es, el derecho exclusivo de uso, goce, disposición y posesión sobre ella⁶⁰”.

Por otra parte la Constitución Política de la República, señala que, “Art. 19: La Constitución asegura a todas las personas: N° 24: El derecho de propiedad en sus diversas especies sobre toda clase de bienes corporales o incorporales”.

¿Cuál es la diferencia entre bienes corporales e incorporales? Los bienes corporales son los objetos reales, que pueden ser percibidos por los sentidos, a diferencia de los incorporales, que son los derechos, como los créditos.

La doctrina está de acuerdo en que el dominio no sólo contiene las facultades de usar, gozar y disponer, si no que, además, tiene las características de ser un derecho real, es absoluto, exclusivo y excluyente, es perpetuo, elástico, transferible, transmisible, cesible, prescriptible, gravable y embargable; todo esto es lo que le da el contenido patrimonial al dominio; requisito que creo indispensable para poder catalogar a un derecho como bien incorporal, que según, el art. 583 del Código Civil señala que:

“Sobre las cosas incorporales hay también una especie de propiedad⁶¹”.

¿Qué tiene que ver lo anterior con la información privilegiada? Si se logra demostrar que la información es un bien, y que sobre ella puede recaer el dominio, quien sea el dueño de ella, puede utilizarla en su beneficio; si esto es así, el art. 165 de la LMV sería parcialmente inconstitucional, ya que dentro de los sujetos activos incluye al accionista, quien tiene el dominio de la sociedad y la información producida por ella.

¿Es la información un bien? Un bien económico es aquel que se adquiere en el mercado pagando por ello un precio, expresión de su grado de escasez o del coste o sacrificio que es necesario soportar para obtenerlos. Si nos atenemos a la definición de bien dada, la información puede ser vendida, cedida, donada, etc.; y obtenerla requiere un alto coste, no así su uso. El tener información puede tener grandes consecuencias económicas, como es el caso de la información privilegiada. Es por ello que debe considerarse como un bien, y de la clase incorporal, ya que no es perceptible por los sentidos.

Al ser un bien incorporal, y con ello objeto de la propiedad, no puede ser limitado, de acuerdo a la Constitución en el art. 19 N° 24 inc 2° y 3°:

“(…) Sólo la ley puede establecer el modo de adquirir la propiedad, de usar, gozar y disponer de ella y las limitaciones y obligaciones que deriven de su función social. Esta comprende cuanto exijan los intereses generales de la Nación, la seguridad nacional, la utilidad y la salubridad públicas y la conservación del patrimonio ambiental.

⁶⁰ Núñez Poblete, Manuel; *La Propiedad Privada*; visto en prontus.uv.cl/pubacademica/pubprofesores/z/pubzunigaalejandra/site/artic/20100520/asocfile/nunez__m__derecho_d_e_propiedad.doc+art.+583+codigo+civil&hl=es&gl=cl&pid; última visita: 10 de febrero de 2011

⁶¹ Chile. Ministerio de Justicia. Art. 583. Decreto con Fuerza de Ley N° 1, Diario Oficial de 30 de mayo de 2000

Nadie puede, en caso alguno, ser privado de su propiedad, del bien sobre que recae o de alguno de los atributos o facultades esenciales del dominio, sino en virtud de ley general o especial que autorice la expropiación por causa de utilidad pública o de interés nacional, calificada por el legislador (...)", por lo tanto, para poder limitar el dominio sobre la información, sólo puede basarse en la función social. ¿Es algunos de los principios que regulan el mercado de valores suficiente para ser considerado como límite a la propiedad en base a su función social? A mi parecer, no es así, pues se demostró que los principios anteriormente señalados en realidad no pueden ser el real fundamento de la prohibición, puesto que la existencia del uso de información privilegiada, en ciertos casos (como éste) es beneficiosa para el mercado.

Por otro lado, al analizar la LMV y LSA, podemos encontrar que existe un reconocimiento de que la información pertenece a alguien, ya que los beneficios obtenidos por aquel (que no es dueño de la información) deben ser devueltos a la caja social. Si existe dicha obligación quiere decir que existe un derecho de propiedad sobre la información, que debe ser respetado⁶².

El problema a todo esto se presenta cuando la interpretación de las normas, a cargo de la SVS y los Tribunales de Justicia, es errónea, y la aplicación de las sanciones se basa en otros argumentos, pasando a llevar este derecho fundamental al no reconocer la propiedad sobre la información⁶³. Por lo cual, puede ser declarada inconstitucional las sanciones aplicables por medio de resoluciones a los dueños de la información.

2. Autorización del uso de información privilegiada como forma de compensación a los agentes del emisor

Esta es una teoría que ha tenido mayor acogida en el derecho comparado, no así en nuestro país⁶⁴. Henry Manne es el principal propulsor de esta teoría⁶⁵, la cual consiste en permitir a una clase de personas capaces de administrar las empresas de forma innovadora y valiosa a utilizar la información privilegiada. A este tipo de empresarios se les debe compensar de forma adecuada, lo que serviría como incentivo a estos agentes para que sigan realizando su labor de incrementar la rentabilidad de las empresas. Además esta forma de compensación permitiría disminuir el riesgo de los conflictos de interés, puesto que los están haciendo partícipe de las ganancias obtenidas por la sociedad.

El problema de lo anterior es que se está pensando en una sociedad que no otorga incentivos o que son inadecuados, cuando en la realidad no es así. Además, los mismos agentes van a querer demorar la divulgación de la información, puesto que mientras más se tardan, más

⁶² Cfr. Guzmán Anrique, Francisco José; *Información... Ob. Cit.* pág. 135.

⁶³ Salvo el caso Chispa al ser fallado en 1ª instancia otorgándole la propiedad sobre la información, lamentable fue revocado en 2ª instancia y confirmada esta última por la Corte Suprema. Rol 4394-1997, 10º Juzgado Civil de Santiago.

⁶⁴ Salvo el caso de Guzmán Anrique; Francisco José; *Información... Ob. Cit.*

⁶⁵ Manne, Henry. *Insider Trading and the stock market.* The Free Press, New York, 1966

ganancias podrán obtener. También, al contar con información de antemano, si la empresa que administran, tengan resultados negativos, simplemente venden los valores adquiridos antes de que la información sea revelada, y con ello evitan las pérdidas.

A modo de cierre, se puede establecer que los principios esgrimidos por la mayoría de la doctrina, la transparencia, la simetría, etc. no se ven afectados mayormente por un uso autorizado de la información, puesto que ella sólo traspasa el privilegio a otro grupo, que es de los analistas del mercado, puesto que ellos son los directos beneficiarios de la prohibición, y no así el pequeño inversionista o ahorrante medio, puesto que para adquirir los valores o venderlos, van a acudir a un analista, o al menos irán a pedir consejos de inversión.

En el caso de argumentar la regulación basándose en un deber de fidelidad, es más real, puesto que los administradores de un emisor de valores se les ha depositado confianza en ellos, los accionistas los han elegido por sus aptitudes y capacidades, y al usar la información catalogada de privilegiada, abusan de su poder, de la confianza entregada y se apropian indebidamente de algo que le pertenece a quienes los eligieron.

Por otro lado, el seguir el ejemplo estadounidense fue la verdadera causa de que se empezara a regular esta materia en nuestro país, pero el problema que se presenta es que los fundamentos para regular el insider trading en ese país, no fueron tomados en cuenta para iniciar la regulación en Chile.

CONCLUSIONES.

1. La información privilegiada es una materia que si bien a nivel mundial ha sido extensamente tratada, en nuestro país no es sino a partir de la reforma del año '94 que este tema es tratado con la necesidad requerida.
2. A pesar de que la doctrina se ha dedicado principalmente a establecer el sentido y alcance del uso de información privilegiada, en los Tribunales de Justicia no hay un acuerdo de que es lo que debe entenderse por requisitos necesarios para aplicar la prohibición.
3. La prohibición del uso de información privilegiada ha sido objeto críticas por parte de la doctrina debido al hecho de que en realidad, los fundamentos en los que se basa no son los adecuados, ya que en realidad no logra el objetivo del legislador, el cual es la protección del mercado.
4. Se puede dividir los fundamentos en aquellos de carácter privado o público, dependiendo de si tiene por fin la protección del mercado y el inversor en general o si tienen por fin la protección de la confianza depositada por los accionistas de una Sociedad Anónima.
5. Los fundamentos de carácter público son la transparencia del mercado, la simetría de la información, confianza en el mercado y la eficiencia.
6. La información privilegiada afectaría la transparencia del mercado puesto que al no revelar la persona que tiene conocimiento de ella al momento de contratar afecta a este principio del mercado de valores. En la realidad, la doctrina no ha señalado como afecta a este principio; es más, la prohibición sería en contra de él puesto que se esta ocultando información al público.
7. La simetría de la información fundamentaría la prohibición puesto que uno de los contratantes posee más información que su contraparte, tomando ventaja de esta situación. El problema se presenta al entender que nunca existirá un mercado en el cual la información sea la misma para todos y llegue a todos al mismo tiempo, por lo tanto, la asimetría existe, y de muchas formas se acentúa dicha asimetría.
8. La confianza en el mercado se vería afectada puesto que al saber los inversionistas que en un mercado en que no hay regulación alguna acerca de la información privilegiada, que no es apta, o que aún cuando hay regulación existen casos de un mal uso de ella, no tendrían la confianza para transar en dicho mercado, perjudicando con ello a las sociedad que necesitan de dineros para crecer. Si en ciertos casos se autorizara el uso, el público sabría que hay sujetos autorizados a usarla, y no se encontrarían con sorpresas de que en realidad hay sujetos que usan información privilegiada pero que no se sabe de si están autorizados o no. Esto igual aumentaría la confianza.
9. Teniendo presente lo anterior, la eficiencia del mercado no se vería afectada, puesto que quien posee información privilegiada, por decirlo de alguna forma, envía señales al mercado, logrando de esta forma que el precio real se acerque de forma más rápida al precio intrínseco, logrando antes la eficiencia que se perdió mientras dicha información no podía ser revelada.

10. El argumento principal que tuvieron los legisladores al regular la información privilegiada fue seguir el ejemplo de Estados Unidos, país que al momento de la regulación en Chile, ya había recorrido un largo camino, en donde el fundamento de la normativa, actualmente es la apropiación indebida, argumento que no fue considerado por los legisladores.
11. Parte de la doctrina señala que existe un derecho de propiedad sobre la información por parte de los creadores de la información. Al poder clasificar a la información como un bien y que tiene consecuencias económicas, se puede tener un dominio sobre ella y para poder limitar su uso se requiere que dicho límite se base en la función social del dominio. Al no probarse que es necesario para el interés nacional por ejemplo, esta prohibición se puede catalogar de parcialmente inconstitucional en el caso de los dueños de la información.
12. El fundamento de carácter privado es el deber de lealtad. Al existir un derecho de propiedad sobre la información, cualquier persona que sea parte o tenga relación con la sociedad objeto de información privilegiada, al hacer uso de ella estaría violando la confianza depositada en ellos por los dueños de la sociedad para administrarla, por ejemplo. Ya que dichas personas estarían prefiriendo sus propios intereses por sobre los accionistas, produciendo un conflicto de intereses.
13. Un argumento que no ha sido muy considerado por la doctrina nacional es de utilizar la información privilegiada como forma de compensación a los administradores de la sociedad. El problema con este argumento es que se parte del hecho de que es la mejor forma de compensación, cuando en la realidad hay varios, y que realmente no afecten al mercado.
14. De los fundamentos esgrimidos por la doctrina, sólo el derecho de propiedad y el deber de lealtad son válidos para prohibir el mal uso de información privilegiada, ya que la transparencia o la confianza, en realidad no se ven tan afectados como en realidad se esperaría.

BIBLIOGRAFÍA

1. Alcalde Rodríguez, Enrique, “Uso de Información privilegiada: algunas consideraciones sobre el sentido y alcance de la prohibición en relación con su sujeto, objeto y sanción”, en *Revista Chilena de Derecho*, Vol. 27, N° 1, 2001, págs. 11 a 28
2. Alcalde Rodríguez, Enrique, *La Sociedad Anónima. Autonomía privada, interés social y conflicto de intereses*, editorial jurídica de Chile, Santiago, 2007
3. Aldunate Lizama, Eduardo; “Tutela jurisdiccional y configuración constitucional del derecho de propiedad”; en Bordalí Salamanca, Andrés, Ferrada Bórquez, Juan Carlos; *Estudios de justicia administrativa*; Editorial Lexis Nexis, Santiago, 2008, págs. 155- 179
4. Aragonés, José R.; Mascareñas, Juan; “La eficiencia y el equilibrio en los mercados de capital”; *Análisis Financiero*; N° 64, 1994, págs. 76-89
5. Arroyo Zapatero, Luis; Nieto Martín, Adán (Coords.), *Fraude y corrupción en el derecho penal económico europeo*, ediciones de la Universidad de Castilla- La Mancha, España, 2006, págs. 159 a 205
6. B. del brío, Esther, “Medición del insider trading en el mercado de valores español”, en *Revista española de financiación y contabilidad*”, Vol. 35, N° 128, 2006, págs. 115 a 136
7. Bermúdez Oyarce, Jorge; *Conozca las leyes que rigen a las sociedades anónimas*; Ediciones Anamchi, Santiago, 1997
8. Bernet Páez, Manuel Antonio; “El deber de lealtad de los directores y los contratos en conflicto de interés”; en *Revista Chilena de Derecho Privado*, N°8, 2007, págs. 107-153
9. Bullard González, Alfredo; *Derecho y economía. El análisis económico de las instituciones legales*. Palestra Editores, Lima, 2006
10. Campos Graziani, Rolando; *Insider Trading o Uso de Información Privilegiada*, Editorial Metropolitana, Santiago, 2006
11. Collao Mansilla, Patricio; *De la información privilegiada en la ley de mercado de valores; Memoria de prueba*, Universidad de Chile, Santiago, 1998
12. Corbo, Vittorio; “Integración financiera en América Latina”; en *Documento de trabajo, Banco Interamericano de Desarrollo*; N° 360, 1997
13. Díaz Tolosa, Regina Ingrid; “Deber de los administradores de no competir con la sociedad anónima que administran”; en *Revista Chilena de Derecho (Valdivia)*; Vol 20, N° 1; 2007, pág. 85-106
14. Gálvez Busch, José Miguel; *De los directores de sociedades anónimas (Del deber de informar y su responsabilidad)*; Universidad de Concepción, 2002
15. Giesze, Craig R.; “El análisis económico de la información privilegiada en el mercado de capitales y valores: ¿justicia ineficiente?; en *Revista Chilena de Derecho*; Vol 26, N°4, 1999, págs. 799- 838

16. Goyareb Fuentes, Tannia Mariela; *La información privilegiada a la luz de la jurisprudencia*; Memoria de prueba, Universidad Central, Santiago, 2006
17. Guzmán Anrique, Francisco José; *Información Privilegiada en el Mercado de Valores*, Editorial Lexis Nexis, Santiago, 2007
18. Historia de la ley 19.301, Diario de sesiones del senado
19. Hyme, Pauline; “La teoría de los mercados eficientes. Un examen crítico”; en *Cuadernos de Economía*; Vol 21, Nº 39, 2003, págs. 57-83
20. Jiménez, Alejandro. *Bolsa de Valores, corredores de bolsa y agentes de valores*. Memoria de Prueba, Universidad de Concepción, Concepción, 1992
21. Lagos Villarroel, Osvaldo; “La responsabilidad civil de los directores de sociedades anónimas”; *Revista de Derecho de Empresa*; Nº1, 2005, págs. 81- 118
22. Martínez Flores, Aurora; “En torno a la responsabilidad frente a los inversores de quien utiliza información privilegiada en los mercados de valores”; en *Revista de Derecho Mercantil*; Nº 217, 1995, págs. 945- 1006
23. Montenegro Celedón, Alex, *Tutela penal de la información privilegiada en la ley 18.045 sobre mercado de valores*, Memoria de prueba, Pontificia Universidad Católica de Valparaíso, Valparaíso, 2004
24. Moya Diaz, Andrea Soledad; *La información bursátil*, Memoria de Prueba, U. de Talca, Talca, 2000
25. Nuñez Plaza, Luisa Fernanda, *La información privilegiada en el mercado de valores*, Memoria de prueba, U. Adolfo Ibáñez, Santiago, 1998
26. Onfray Vivanco, Arturo Felipe; “Ilícitos contra la información en las transacciones de valores”; en *Revista del Consejo de Defensa del Estado*; Nº5, 2001, págs. 72- 105
27. Ortega Aichele, Adolfo. *El Mercado de Valores*. Ediciones Jurídicas “La Ley”, Santiago, 1997
28. Pardow L., Diego G.; “La parábola del administrador infiel”, en Jornadas Chilenas de Derecho Civil; *Estudios de Derecho Civil III: V Jornadas Chilenas de Derecho Civil, Valparaíso (Chile), 28 a 30 de Junio de 2007, Universidad Católica de Valparaíso*; Editorial Legal Publishing, 2008
29. Perrone, Andrea; “Información en el mercado de valores y tutela del inversor”; en *Revista Política Criminal*; Nº7, 2009, págs. 1-27
30. Pfeffer Urquiaga, Francisco; “El concepto de control societario, la administración de la sociedad anónima, los conflictos de interés y la potestad punitiva de la Superintendencia de Valores y Seguros en el contexto del denominado caso chispas”; en *Revista Chilena de Derecho*, Vol. 32, Nº 3, 2005, págs. 501- 537
31. Pfeffer Urquiaga, Francisco; “Nuevas normas sobre gobiernos corporativos y mayores responsabilidades para los directores de sociedades anónimas”; en *Revista Chilena de Derecho*; Vol. 27, Nº3, 2000, págs. 485- 499

32. Pfeffer Urquiaga, Emilio; Pfeffer Urquiaga, Francisco, *Legislación de Mercado de Valores*, editorial jurídica Conosur, Santiago, 1995
33. Prado Puga, Arturo; “Acerca del concepto de información privilegiada en el mercado de valores chileno: su alcance, contenido y límites”; en *Revista Chilena de Derecho*; Vol 30, N° 2, 2003, págs. 237- 269
34. Ried Undurraga, José Miguel; “Fundamentos de la prohibición del uso de información privilegiada en Chile: Una visión crítica”, en *Revista Chilena de Derecho*, Vol. 31 N°3, Santiago, 2004, págs 439- 463
35. Rivero Torre, Pedro, “Responsabilidad Social y gobierno corporativo: información y transparencia”, en *Revista Austriana de Economía*, N°34, 2005, págs. 9-29
36. Rosas Oliva, Juan Ignacio; “El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores: análisis crítico de la regulación contenida en la ley No. 18045”; en *Gaceta Jurídica*; N° 299, 2005, págs.7- 24
37. Salah Abusleme, María Agnes; *Responsabilidad por uso de información privilegiada en el mercado de valores*; Editorial Lexis Nexos, Santiago, 2004, Santiago
38. Sánchez- Daza, Alfredo, “Información asimétrica y mercado financieros emergentes: El análisis de Mishkin”, en *Revista Análisis Económico*; segundo semestre, Vol XVII, N° 34, Universidad Autónoma Metropolitana, DF México, págs 35- 66
39. Sanchez Guilarte, Juan; Tapia Hermida, Alberto; “El abuso de Información Privilegiada”, en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, N° 28, Madrid, 1987, págs. 751-792
40. Silva Carrasco, Iván; *La información privilegiada en el mercado de valores chileno. Figuras infraccionales contempladas en el art. 165 de la ley 18.045*; Memoria de Prueba, U. de Talca; 2008
41. Torres Zagal, Óscar; *Derecho de sociedades*; Editorial Lexis Nexis, Santiago, 2006
42. Valenzuela, Juan Guillermo; *Estudio comparado sobre las normas que regulan la responsabilidad civil extracontractual del director de una sociedad anónima abierta por el uso de información privilegiada*; Memoria de Prueba, U. de Talca, 2004
43. Vergara Aday, Ricardo; *la información privilegiada en Chile: regulación, autorregulación y formas de protección que se consagran en nuestra legislación y mercado*; Memoria de prueba, U. del Desarrollo, 2008
44. Zapata Bernal; María José; *Responsabilidad civil de los directores de las sociedades anónimas abiertas, en cuanto al conflicto de intereses y en el uso de información privilegiada en el caso Enersis*; Memoria de Prueba, U. de Talca, 2005
45. Zegers Ruíz-Tagle, Matías, Arteaga Echeverría, Ignacio; “Interés social, deber de lealtad de los directores y conflictos de interés en empresas multinacionales: un análisis comparado con la legislación de los Estados Unidos de América”; en *Revista Chilena de Derecho*; Vol. 31, N° 2, 2004, págs. 239- 268

Referencias electrónicas

1. Alcaíno de Esteve, Alfredo, en “*Seminario información privilegiada y facultades sancionatorias de la Superintendencia de Valores y Seguros*”, disponible en http://www.iej.cl/archivos_descargas/SEMINARIO_INFORMACION_PRIVILEGIADA,%20Alfredo%20Alcaino%20de%20Esteve.DOC Fecha última visita: 16 de Febrero de 2011
2. www.bcn.cl
3. Lefort, Fernando, “Hacia un mejor gobierno cooperativo”, en *Dirección de estudios públicos*, año 3, N° 23, año 2008, visto en: <http://vcap.mediosaustrales.cl/documentos/12321208554672.pdf>, última visita: 16 de Febrero de 2011
4. Lazen. Vicente, “El mercado secundario de deuda en Chile”, en *Documento de trabajo, división de estudios- Superintendencia de Valores y Seguros*, N°5, 2005, Santiago. Visto en: <http://129.3.20.41/econ-wp/fin/papers/0512/0512020.pdf>, última visita: 16 de Febrero de 2011
5. Pfeffer Urquiaga, Francisco, *Concepto de información privilegiada y deberes de conducta de quienes están en posesión de ella a la luz de la jurisprudencia emanada de la Excma. Corte Suprema*, disponible en www.pfeffer.cl, fecha última visita: 16 de Febrero de 2011
6. Piñero Chousa, Juan; Tamazián, Artur; *La protección del accionista minoritario: la necesidad de información simétrica*. Visto en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=433640&. Fecha última visita: 16 de febrero de 2011
7. Ruiz de Velasco, Adolfo, “La protección del inversor”, en *Cuaderno de estudios empresariales*, N° 7, 1997, págs. 431 a 452. Visto en: <http://www.ucm.es/BUCM/revistas/emp/11316985/articulos/CESE9797110431A.PDF>. Fecha última visita: 16 de Febrero de 2011
8. Trombetta, Marco, “La decisión de revelar voluntariamente información de la empresa: desde el análisis teórico a una propuesta metodológica”, en *Documento de trabajo, Serie de Economía de la Empresa Universidad Carlos III de Madrid*, n° 7, año 2002. Versión en internet en: <http://e-archivo.uc3m.es:8080/handle/10016/22>. Fecha última visita: 16 de febrero de 2011

Leves y otras normas

1. Constitución Política de la República
2. Ley de Mercado de Valores. Ley N° 18.045, Diario Oficial, 22 de octubre de 1981. Ministerio de Hacienda
3. Ley de Sociedades Anónimas. Ley N° 18.046, Diario Oficial, 22 de octubre de 1981. Ministerio de Hacienda
4. Norma de carácter general N° 30, Superintendencia de Valores y Seguros
5. Código Civil. Chile. Ministerio de Justicia. Art. 583. Decreto con Fuerza de Ley N° 1, Diario Oficial de 30 de mayo de 2000