

ILÍCITOS CONTRA LA INFORMACIÓN EN LAS TRANSACCIONES DE VALORES

“Un mercado de valores equitativo, competitivo, ordenado y transparente sólo podrá existir, en la medida que quienes negocien en él se encuentren en el mayor plano de igualdad posible, lo que supone, desde luego, el máximo de equilibrio en la disponibilidad de información y el más justo uso que de ella se haga” (Superintendencia de Valores y Seguros)¹.

Arturo Felipe Onfray Vivanco*

I. ANTECEDENTES GENERALES

Más allá de posibles disentimientos, es fácil advertir un cierto consenso en orden a vincular la calidad de una decisión con la veracidad y oportunidad de la información que le sirve de fundamento.

La premisa anterior es plenamente aplicable en materia comercial. Así, la adulteración, el mal uso y el ocultamiento o revelación indebida de la información técnica a considerar en las decisiones de venta o en las condiciones de los actos mercantiles son reprochables por atentar contra la buena fe comercial, principio ampliamente reconocido en el mundo de los negocios.

¹ Informe Interno de la Fiscalía de Valores de fecha 14 de octubre de 1997, publicado en la Revista de Valores SVS N° 121, Septiembre 1998, 58.

* ARTURO FELIPE ONFRAY VIVANCO. Abogado Jefe del Subdepartamento de Legislación y Biblioteca del Consejo de Defensa del Estado, Master en Sociología del Derecho (MA) y Master en Teoría del Derecho (LLM).

Dicha buena fe busca favorecer la seguridad, certeza y transparencia en las transacciones de valores. Una entre sus varias manifestaciones dice relación con el adecuado uso de la información técnica –ordinaria, esencial, reservada o privilegiada– en la comercialización de los valores mobiliarios y la consiguiente sanción a las operaciones fundadas en la adulteración, mal uso y ocultación o revelación indebida de tal información².

Tales acciones son significativas, desde el punto de vista económico y jurídico, en la medida en que las decisiones comerciales no se habrían perfeccionado o se habrían verificado en condiciones sustancialmente diversas de no haber mediado las maniobras que impidieron a los contratantes negociar libremente sus valores con elementos de juicio suficientes³.

Los abusos referidos resultan ser particularmente relevantes tratándose de los accionistas mayoritarios de las empresas o *insiders*, ya que, normalmente, sólo tales personas acceden a niveles de información superiores, en términos cuantitativos y cualitativos, en razón de su posición jerárquica en las sociedades involucradas, siendo así en especial tratándose de la información reservada y privilegiada⁴. No obstante lo anterior, progresivamente se ha producido en el mundo una ampliación del sujeto activo de tales ilícitos, incluyén-

² La información ordinaria no aparece especialmente regulada en la Ley N° 18.045 por lo que debe entenderse que ella es la que no reviste los caracteres de esencial, reservada o privilegiada. La información esencial es aquella que “un hombre juicioso consideraría importante para sus decisiones sobre inversión”, la cual debe ser incorporada en el Registro de Valores a que se refiere el Título II de la referida ley. Esta información, a su vez, puede ser básica y continua, según la oportunidad de su inclusión en el Registro de Valores. En relación a la información reservada es necesario señalar que, “con la aprobación de las tres cuartas partes de los directores en ejercicio, podrá darse el carácter de reservado a ciertos hechos o antecedentes que se refieran a negociaciones, aún pendientes que al conocerse puedan perjudicar el interés social”. Dicha información es una entre varios tipos de información privilegiada, la que, en general, es definida por el legislador como “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 la cotización de los valores emitidos” (Ver artículos 9, 10 y 164 de la Ley N° 18.045).

³ La determinación del carácter significativo de la información en las transacciones de valores admite, al menos, tres opciones: “optar por un criterio cualitativo, que atienda a la influencia que la información pueda tener sobre un sujeto interviniente en el mercado; utilizar un criterio objetivo o de valor, que ponga el acento en la influencia sobre los valores; o bien, establecer un criterio mixto, que atienda a ambas categorías, en el que se valore una incidencia global sobre el mercado” (Ruiz Rodríguez, Luis Ramón, “Protección Penal del Mercado de Valores”, Tirant Lo Blanch, Valencia, 1997, 149-150).

⁴ Otro abuso de frecuente ocurrencia, con origen en los *insiders*, corresponde al pago de deudas personales con el patrimonio social, lo que además es sancionado tributariamente aun cuando existe una cierta tolerancia social en algunos casos, especialmente si se trata, por ejemplo, de la compra de vehículos para uso privado de los administradores (Larguier, Jean, “Droit penal des affaires”, Armand Colin Éditeur, Paris, 1983, 289-290).

dose a *outsiders* que conocen de tal información en razón de una especial razón de confianza^{5,6}.

Las investigaciones destinadas a sancionar dichas malas prácticas, desarrolladas tanto en Estados Unidos como en países europeos, son cada vez más numerosas⁷. En Chi-

⁵ Cabe destacar al respecto el precedente sentado por la Corte Suprema de los Estados Unidos en el caso *United States contra O'Hagan*. En dicho proceso, el abogado James O'Hagan fue condenado por la Corte Suprema de Estados Unidos, el 25 de junio de 1997, por haber ganado sobre cuatro millones de dólares a consecuencia de transacciones bursátiles efectuadas a base de información privilegiada comunicada confidencialmente por un cliente del estudio jurídico *Dorsey & Whitney*, al cual pertenecía, ubicado en Minneapolis. Para mayores detalles, ver Michael Monio y Jacqueline Jacobson, "Supreme Court Turns Insider Trading Inside Out", publicado en *The Champion*, National Association of Criminal Defense Lawyers, Washington D.C., Diciembre, 1997.

⁶ La Legislación Europea, a diferencia de la de los Estados Unidos, ha privilegiado un criterio de tipo objetivo, "el cual prescinde de la naturaleza o carácter de la relación existente entre quien se sirve de la información y la sociedad a que ella se refiere, poniendo el énfasis en las características que posee la información misma cuyo aprovechamiento o divulgación constituye el objeto de la prohibición" (Ver 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", publicado en *Revista Chilena de Derecho*, Vol. 27 N° 1, 13).

⁷ Si se toma el ejemplo específico de la información privilegiada, es en Estados Unidos donde surge y se desarrolla una preocupación general sobre el tema. En 1929 un consorcio dedicado a manipular el precio de las acciones compró y vendió 1.500.000 acciones de la *Radio Corporation of America* logrando beneficios de casi cinco millones de dólares básicamente gracias a la utilización de información sobre los resultados económicos de la sociedad no disponibles al público (Ruiz Rodríguez, Luis Ramón, *op. cit.*, 135). Un lustro más tarde, en 1934, se promulga la *Securities Exchange Act*, la que "tuvo por objeto conseguir que los inversionistas estuvieran suficientemente informados y prohibir el fraude en la información sobre los valores mobiliarios", a la cual sigue la regla 10b-5 de la *Securities and Exchange Commission*, de 1942, la cual prohíbe directamente la utilización de información privilegiada (Ver Ferreiro, Lorena, "El Uso Ilegal de Información Privilegiada en el Derecho Chileno", Pontificia Universidad Católica de Chile, Tesis de Grado, Santiago, 1995, 46; y Ruiz Rodríguez, Luis Ramón, *op. cit.*, 137). Con el correr de los años varios casos de uso de información privilegiada fueron analizados por los tribunales norteamericanos, extendiéndose progresivamente tal preocupación sobre el tema a otros países. Por ejemplo, en Francia se promulga la *Ordonnance 67/833*; en Alemania, se opta en la década de los 70 por un sistema de autodisciplina, el cual en 1994 es complementado por la *Zweites Finanzmarktförderungsgesetz*; y en Gran Bretaña, finalmente, debe mencionarse la *Criminal Justice Bill* aprobada en 1992 (Ver Ruiz Rodríguez, Luis Ramón, *op. cit.*). El Consejo de la Unión Europea, además, elaboró la directiva 89/592/CCE relativa a las operaciones realizadas por personas con conocimiento de información privilegiada, obligatoria para todo el Mercado Común Europeo (Ver Novoa Galán, Raúl, "Derecho Comparado y Legislación Chilena sobre Información Privilegiada y otros materiales", Pontificia Universidad Católica de Chile, Magíster en Derecho de la Empresa, Santiago, 1996). Para mayor información en relación a países no occidentales, ver Akashi, T., "Regulation of Insider Trading in Japan", publicado en *Columbia Law Review*, vol. 89 N° 6; y Bourne, N., "Insider Dealing in Malaysia and Singapore", publicado en *Business Law Review*, vol. 9 N° 1.

le, en cambio, dichas materias constituyen desafíos aún nuevos^{8,9}.

En los párrafos que siguen intentaré algunas reflexiones generales destinadas a una mejor comprensión de los ilícitos contra la información en las transacciones de valores, un aspecto ciertamente sensible del Derecho Penal Económico, el cual demanda una atención cada vez más creciente, en especial considerando la expansión creciente de los mercados bursátiles, la labilidad de la percepción de los agentes económicos y la necesidad de respetar los derechos a la igualdad y a la leal competencia.

II. EMERGENCIA DEL DERECHO PENAL ECONÓMICO

El Derecho Penal Económico es de desarrollo relativamente reciente en los anales penales^{10, 11}. Su crecimiento es armónico con una tendencia progresiva a la socialización del Derecho, la que bus-

⁸ Tales temas fueron conocidos masivamente en Chile a propósito del llamado caso "Chispas", en etapa de investigación judicial pendiente a la fecha del presente artículo, el cual no se comentará en forma específica, precisamente, por tratarse de un proceso no afinado. El caso Chispas tiene su origen en la negociación destinada a lograr la participación de la empresa española Endesa S.A. y la consecuente toma de control de Enersis S.A., en la cual se investiga una posible transacción ilícita de valores, así como la inducción a la compraventa de acciones y la utilización indebida de información privilegiada. Tal causa es de tan alta importancia en Chile, que ha llegado incluso a ser calificada como "El Juicio del Siglo" (Ver diario El Mercurio, 16 de agosto de 1998).

⁹ Para conocer algunos de los principales ilícitos ocurridos recientemente en Chile en el ámbito económico, se sugiere revisar González Berendique, Marco A., "Criminalidad Económica-El Delito como Negocio", Editorial Jurídica Ediar-ConoSur Ltda., s/d, 41-43.

¹⁰ La noción de delito económico se incorpora al campo del Derecho en la sociedad contemporánea. Los sistemas liberales del Siglo XIX subsistieron "sin la dirección estatal de la Economía, y en consecuencia sin el establecimiento del concepto de delito económico". (Ver Makluf Campos, José, "La Regulación Jurídica del Comercio", Editorial Jurídica de Chile, Santiago, 1973, 181), lo que en el Siglo XX no resulta del todo aceptable. En los países europeos surge el moderno desarrollo del Derecho Penal en materia económica en "la década de los años veinte, cuando apareció un Derecho Económico e Industrial; y, de modo inmediato, a las épocas de penuria durante la Primera y la Segunda Guerra Mundial, y al finalizar las mismas" (Ver Martos Núñez, Juan Antonio, "Derecho Penal Económico", Editorial Montecorvo S.A., Madrid, 1987, 111-120; Righi, Esteban, *op. cit.* 10; y Tiedemann, "Poder Económico y Delito", Editorial Ariel S.A., Barcelona, 1985, 24).

¹¹ El desarrollo del Derecho Penal Económico se suele vincular con el término White-Collar Crime, introducido por Edwin Sutherland en 1949, en referencia a los delitos cometidos por los grupos más influyentes de la sociedad, los cuales incluyen, principalmente, los fraudes tributarios, la venta de productos peligrosos, los desfalcos, etc.

ca ampliar el ámbito tradicional del Derecho Penal en cuanto sancionatorio de los delitos patrimoniales clásicos¹².

A modo de ejemplo, un delito “que como la estafa sólo afecta intereses individuales, fue considerado en el ámbito penal económico, cuando por su específica afectación de medidas de dirección de la economía, se consideró que lesionaba bienes jurídicos supraindividuales”¹³.

En el caso del Derecho Penal Económico, en consecuencia, “lo tutelado no es sólo el patrimonio y la libertad de disposición, sino además el funcionamiento de distintos subsistemas, como por ejemplo, el sistema crediticio, las operaciones de pago sin dinero efectivo o el mercado de capitales”^{14, 15, 16}.

Lo anterior importa la posibilidad de distinguir, a propósito de los efectos de la delincuencia económica, entre daños estrictamente materiales e inmateriales. Los primeros están vinculados con el as-

¹² La socialización del Derecho importa el progresivo reconocimiento de elementos de contenido social, de naturaleza supraindividual, en el ámbito jurídico. Si se revisan las últimas tendencias en la evolución de la Administración de Justicia, es posible advertir cómo la Constitucionalización del Derecho, la Internacionalización del Derecho y el Acceso a la Justicia han pasado a constituir temas trascendentes. Ellos, en forma importante, reflejan el reconocimiento antes referido. La Constitucionalización del Derecho otorga cada vez mayor importancia a los llamados Derechos de Segunda y Tercera Generación; la Internacionalización del Derecho recoge diversos instrumentos y mecanismos tendientes a otorgar un creciente resguardo a los derechos fundamentales; finalmente, en el caso del Acceso a la Justicia, es destacable la ampliación del ámbito de su protección, la cual se extiende actualmente incluso a intereses difusos y colectivos. (Para mayores detalles en términos de bibliografía es posible consultar mi tesis doctoral “The Role and Development of the Judicial Power in Chile (1970-2000) - A critical analysis of its legal and sociological transformations”, Katholieke Universiteit Leuven, Faculty of Law, Law and Society Institute, 2001).

¹³ Righi, Esteban, “Los Delitos Económicos”, Ad-Hoc S.R.L. Vilella Editor, Buenos Aires, 2000, 88.

¹⁴ Righi, Esteban, *ibidem*, 115.

¹⁵ Según Eduardo Novoa Monreal, los criterios que sirven para identificar los delitos económicos son la infracción de una norma de alta importancia para lograr los propósitos de bienestar general perseguidos por el régimen de regulación económica establecido; la posibilidad de muy grave daño para la Economía Nacional como consecuencia de ello; y el ánimo por parte del infractor de obtener un cuantioso beneficio ilícito (Ver Novoa Monreal, Eduardo, “La Nueva Legislación y el Desarrollo Económico de Chile”, Ciclo de Conferencias, Editorial Universidad Católica de Chile, Facultad de Ciencias Jurídicas, Políticas y Sociales, Santiago, 1962).

¹⁶ En el XII Congreso Internacional de la Asociación de Derecho Penal, llevado a cabo en la ciudad de El Cairo, en 1984, se señaló que “dado que los intereses económicos supraindividuales son altamente vulnerables se hacen merecedores por su importancia de una fuerte protección penal” (Avilés Hernández, Víctor Manuel, “Orden Público Económico y Derecho Penal”, Editorial Jurídica ConoSur Ltda, Santiago, 1998, 290).

pecto individual del Derecho y los segundos con la dimensión social del mismo¹⁷.

Entre los daños materiales se señalan “en primer término los perjuicios económicos, pero aclarando que ni son los únicos ni los más importantes, pues se presentan casos de lesiones contra la vida y la integridad corporal, especialmente en los fraudes con alimentos, medicamentos o cosméticos”. Los efectos inmateriales, en tanto, incluyen “la pérdida de confianza en el tráfico mercantil, la deformación del equilibrio del mercado, la eliminación de la competencia”, entre otros¹⁸. Este segundo tipo de efectos se vincula, a su vez, con el Orden Público Económico¹⁹, cuya protección es perseguida, entre otras medidas, a través de la sanción de la adulteración, el mal uso y el ocultamiento o revelación indebida de información en las Leyes N^{os}. 18.045 y 19.705²⁰.

III. ORDEN PÚBLICO ECONÓMICO

III.1. La dimensión social reconocida por el Derecho Penal Económico se vincula con los principios que informan el Orden Público Económico, el cual tiene su fuente directa en diversas disposiciones de la Constitución Política²¹. A falta de una definición legal expresa,

¹⁷ En la regulación de los delitos económicos se hace necesario considerar la situación específica de cada región. Así, por ejemplo, en el caso de Latinoamérica, y a propósito del Proyecto de Código Penal Tipo para la Región, Klaus Tiedemann considera importante “proteger penalmente algunos supuestos específicos y típicos de la situación económica de los países latinoamericanos. En particular, hay que establecer la tutela de las medidas estatales de planificación en la esfera de las inversiones extranjeras” (Ver Tiedemann, *op. cit.* 10., 45).

¹⁸ Righi, Esteban, *op. cit.* 13, 84-85.

¹⁹ La vinculación entre ilícitos penales y Orden Público Económico ha sido destacada por la doctrina y la jurisprudencia, incluso con anterioridad a la Constitución de 1980. Así, Eduardo Novoa Monreal define al delito económico como “toda conducta contraria a derecho y culpable, que lesiona o pone en peligro el Orden Público Económico, reconocido legislativamente y a la cual se ha señalado una pena legal”; Sergio Merino Jarpa, por su parte, indica que el delito económico es “toda acción u omisión voluntaria que violando el Orden Público Económico, lesiona el Bien Común en su forma de bienestar económico, que dicho orden debe promover y realizar”; la jurisprudencia, finalmente, señala que delito económico es “todo hecho que importe una transgresión al Orden Público Económico” (Ver Makluf Campos, José, “La Regulación Jurídica del Comercio”, Editorial Jurídica de Chile, Santiago, 1973, 178-179).

²⁰ La Ley N^o 18.045 es de fecha 22 de octubre de 1981, en tanto que la Ley N^o 19.705 es de 20 de diciembre de 2000.

²¹ Las principales disposiciones que regulan el llamado Orden Público Económico en la Constitución Política de 1980 son los artículos 1^o inciso 4^o; 5^o incisos 4^o, 6^o, 7^o, 19 (N^{os}. 2, 21, 22, 23, 24 y 26), 60 (N^{os}. 2, 10, 14 y 20), 97 y 98.

ha sido la doctrina la cual se ha encargado de definirlo como un "conjunto de principios y normas jurídicas que organizan la economía de un país y facultan a la autoridad para regularla en armonía con los valores de la sociedad nacional formulados en la Constitución"^{22,23}. Tal concepto ha sido, a su vez, recogido en diversos fallos de los tribunales superiores de justicia²⁴.

No es extraño que sea la Constitución la que regule los fundamentos del Orden Público Económico, ya que existe un creciente acuerdo en cuanto a considerar que un orden político eficaz y eficiente se sustenta en un sistema social y económico idóneo²⁵.

Varios son los principios reconocidos en la Constitución que integran el concepto general de Orden Público Económico, entre ellos el de la libertad económica, la subsidiariedad, el bien común, la igualdad de derechos y oportunidades, el derecho a desarrollar cualquiera actividad económica, la prohibición de la discriminación arbitraria en materia económica y el derecho de propiedad. La individualización y determinación de tales principios es relevante debido a que la protección penal del Orden Público Económico requiere la identificación precisa de los bienes jurídicos que lo integran²⁶.

²² Cea Egaña, José Luis, "Tratado de la Constitución de 1980", Editorial Jurídica de Chile, Santiago, 1988, 22.

²³ Es posible advertir ciertos matices entre los especialistas en relación al alcance del Orden Público Económico en la Constitución de 1980. En algunos casos se acentúa el que protege "especialmente en forma más eficaz la libre iniciativa privada y el principio de igualdad ante la ley en materia económica" (Ver Bulnes Aldunate, Luz, "El derecho a desarrollar cualquier actividad económica", publicado en Revista de Derecho Público, N°s. 37-38, Enero-Diciembre 1985, Universidad de Chile, Facultad de Derecho, 153). En otros, como el señalado en el texto, aparece destacado el rol de la autoridad en la regulación de la Economía conforme a ciertos principios de naturaleza constitucional.

²⁴ La Corte Suprema ha definido al Orden Público Económico "como el conjunto de principios y normas jurídicas que organizan la economía del país y facultan a la autoridad para regularla en armonía con los valores de la sociedad nacional formulados en la Constitución" (citado en Cea Egaña, José Luis, "Notas sobre Orden Público Económico", publicado en Gaceta Jurídica N° 135, septiembre 1991, 21).

²⁵ Al respecto, Arturo Yrarrázaval Covarrubias indica que "algunos constitucionalistas siguen pensando que la Constitución es eminentemente de carácter político y que lo económico y social deben estar excluidos (...) Felizmente la posición contraria, cual es la de integrar los principios económicos más significativos en la Constitución, ha ido ganando progresivamente partidarios no solamente en Chile, sino que mundialmente, en casi todos los textos constitucionales más recientes. Se reconoce así que lo económico y social son variables decisivas en el funcionamiento adecuado del sistema político y que, por lo tanto, no cabe sino integrar estos elementos a nivel constitucional" (Yrarrázaval Covarrubias, Arturo, "Principios Económicos de la Constitución de 1980", publicado en Revista Chilena de Derecho, Volumen 14, N° 1, Enero-Abril 1987, 97).

²⁶ Ver Avilés Hernández, Víctor Manuel, *op. cit.*, 297.

Sin perjuicio y en complemento de la normativa constitucional, la regulación del Orden Público Económico se concreta en leyes específicas, a través de un conjunto de disposiciones contenidas en ellas. Destacan, entre tales cuerpos legales, el D.L. 211 sobre libre competencia, la Ley General de Bancos, la Ley Orgánica de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, la Ley N° 18.046 sobre Sociedades Anónimas, la Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores y la Ley N° 19.705 regulatoria de las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS).

III.2. La Ley N° 18.045 regula el mercado de valores, también llamado mercado de capitales, el cual está “compuesto por instrumentos financieros de oferta pública y acciones que se transan en las bolsas de valores como a través de agentes de valores, fuera o dentro de las bolsas”^{27, 28}.

Los antecedentes disponibles de la historia del establecimiento de la Ley N° 18.045 son escasos, lo que no es de extrañar, en consideración a la fecha de la ley, 22 de octubre de 1981, época en que, dada la no existencia de un Congreso Nacional, el Poder Legislativo estaba radicado en la Junta de Gobierno²⁹. No obstante lo anterior, es claro que dicha ley, así como la Ley N° 18.046, surgen frente a una expansión económica constante del mercado de valores en la década de los setenta en el marco de una legislación insuficiente³⁰.

El objetivo fundamental de tal cuerpo legal es regular el mercado de valores, en el cual “se transan las acciones de las sociedades

²⁷ Martino Mendiluce, Fernando, “Diccionario de Conceptos Económicos y Financieros”, Editorial Andrés Bello, Santiago, 2001, 185.

²⁸ La preocupación por la regulación del Mercado de Valores ha interesado a destacados juristas, entre ellos a Max Weber (1864-1920), autor de obras tan importantes como “Economía y Sociedad” y “La Ética Protestante”, quien es considerado el padre de la Sociología Jurídica. A fines del Siglo XIX, Weber revisó el sistema bursátil en Alemania a propósito de los estudios para su reforma, iniciados en 1892 con los trabajos de la Börsenlenkungscommission. En sus estudios destacó la importancia de la institución bursátil y la necesidad de establecer limitaciones al tráfico mercantil para, de este modo, frenar la especulación (Ver Weber, Max, “La Bolsa-Introducción al Sistema Bursátil”, Editorial Ariel S.A., Barcelona, 1987).

²⁹ Las leyes dictadas durante el Gobierno Militar tienen, normalmente, un registro muy limitado en relación a sus antecedentes legislativos, no siendo una excepción al respecto la Ley N° 18.045.

³⁰ Para mayores detalles, en lo económico, ver Cohen Delpiano, León, “La revolución Financiera-Manifestaciones y perspectivas en Chile”, Ediciones Algarrobo, Santiago, 1989; y Área de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros, “Evolución del Mercado de Capitales en Chile”, Santiago, s/d.

anónimas y los instrumentos de deuda a mediano y largo plazo, que permiten a las empresas captar fondos del público a plazos convenientes para llevar a cabo los proyectos de inversión necesarios para el desarrollo del país”³¹.

Para ello, la Ley N° 18.045 busca la debida transparencia, la libertad e igualdad de oportunidades dentro del sistema de economía social de mercado. El ya mencionado Orden Público Económico se desvirtúa si no existe una confianza generalizada en el correcto funcionamiento del sistema y en el respeto por las normas jurídicas que lo identifican. Es necesario que cada participante en el mercado se encuentre en una situación de igualdad de oportunidades frente a otros.

La Ley N° 18.045 busca, entonces, ordenar el mercado bursátil, estableciendo los requisitos que deben reunir las sociedades que hacen oferta pública de acciones y valores y el actuar de las Bolsas para asegurar la transparencia de sus operaciones.

El mercado de valores debe ser un mercado lo más perfecto y eficiente posible, en términos económicos. Lo primero importa que los precios se formen libremente producto del limpio juego de la oferta y de la demanda; que no existan situaciones de monopolio u oligopolio; que sea transparente en términos de proveer “información amplia y oportuna para intermediarios e inversores en condiciones de igualdad”³²; y que los productos negociados sean homogéneos. Lo segundo implica que “toda la información relevante disponible se incorpore completa e instantáneamente a los precios de los títulos mobiliarios”³³.

No obstante lo anterior, el derecho es un instrumento que contribuye al cambio social, pero no lo determina³⁴. Así, “una ley en sí misma, como la Ley de Mercado de Valores en Chile, no es capaz

³¹ Historia del Establecimiento de la Ley N° 18.045, Mensaje Presidencial, 64.

³² Ortega Aichele, “Mercado de Valores”, La Ley Ediciones Jurídicas, Santiago, 1997, 42.

³³ Ortega Aichele, *ibidem*, 43.

³⁴ Al respecto cabe recordar que “la historia del Derecho presenta grotescos y costosos fracasos en el intento de usarlo para alterar enraizadas pautas de conducta social; el más conocido es el realizado en los años veinte y principios de los treinta para prohibir la elaboración, transporte y venta de bebidas alcohólicas”, en Estados Unidos (Cotterrell, Roger, “Introducción a la Sociología del Derecho”, Editorial Ariel S.A., Barcelona, 1991, 61). En algunas ocasiones, se ha denunciado, a su vez, al Derecho como obstáculo al cambio social (Ver Novoa Monreal, Eduardo, “El Derecho como obstáculo al cambio social”, Editorial Siglo XXI, México, 1986).

de establecer un mercado de competencia perfecta con plena eficiencia, es decir, con información perfecta gracias a la cual los agentes económicos puedan evaluar cualquier riesgo para maximizar su utilidad económica”³⁵.

III.3. La Ley N° 19.705 regula las ofertas públicas de adquisición de acciones también llamadas OPAS³⁶.

Dicho cuerpo legal introdujo importantes modificaciones a la Ley N° 18.045, al regular en forma específica las ofertas públicas de adquisición de acciones y la oferta pública de acciones o valores convertibles en el extranjero, a través de la incorporación de dos títulos nuevos a la Ley N° 18.045.

El Mensaje Presidencial de la Ley N° 19.705, en su parte pertinente, reconoce, entre otros varios objetivos, el que se busca “establecer un marco de regulación –inexistente a la fecha– a través de la incorporación de un nuevo título, sobre las OPAS, de tal manera de establecer un sistema orgánico y armónico que solucione las inequidades que el mercado, a través de las leyes económicas de oferta y demanda, no ha podido superar”. A lo anterior, agrega que “los acontecimientos económicos acaecidos durante los años 1996 y especialmente en 1997, en que hubo gran demanda por las tomas de control de algunas compañías, ha generado la necesidad de contar con mecanismos de regulación prudente y mínima. En efecto, estos mecanismos deben ser razonables, pues deben permitir corregir las deficiencias y mejorar las disposiciones legales sobre “tomas de control” que regulan el mercado de valores; también deben permitir contar con un marco de regulación que otorgue una mayor protección en el caso de Ofertas Públicas de Adquisiciones de Acciones, que han proliferado en estos últimos años y que han producido inequidades en el pago de los precios obtenidos por los accionistas minoritarios”³⁷.

³⁵ Giese, Craig, “El Análisis Económico de la Información Privilegiada en el Mercado de Capitales y Valores: ¿Justicia Ineficiente”, publicado en Revista Chilena de Derecho, Volumen 26 N° 4, 800.

³⁶ La Ley N° 19.705, destinada a regular las OPAS viene a complementar las disposiciones sobre el particular contenidas en la Ley N° 18.705, siguiendo la tendencia iniciada por otros países en orden a regular en forma orgánica tales instituciones. Así, a fines de la década de los 80, Europa adoptó la Directiva del Consejo 89/298/CEE, relativa a la coordinación de las condiciones de redacción, control y difusión del prospecto a publicar en el caso de las OPAS.

³⁷ Mensaje de S.E. el Presidente de la República con el que se inicia un proyecto de ley que regula las ofertas públicas de adquisición de acciones y establece régimen de gobiernos corporativos, 3.

La protección de los accionistas minoritarios “asegura un retorno razonable y evita que sean expropiados por los administradores o por el grupo controlador de una sociedad. Esto entrega mayor atomización de la propiedad y aumenta la liquidez del mercado financiero”³⁸.

A más de la protección de los accionistas minoritarios, en la especie se busca resguardar los mercados bursátiles y el desarrollo de la libre competencia, todo lo cual, en definitiva, no pretende sino un desarrollo eficaz y eficiente de la economía nacional ya que “los inversionistas globales al intentar maximizar sus utilidades buscan aquellos mercados que mejor resguarden sus intereses, por tanto buscarán mercados estables y eficientes, que resguarden debidamente sus derechos, que tengan normativas tributarias y cambiarias competitivas y no establezcan excesivas trabas a la inversión, a la entrada y salida de capitales”³⁹.

IV. ILÍCITOS CONTRA LA INFORMACIÓN EN LAS TRANSACCIONES DE VALORES EN LA LEY N° 18.045

IV.1. Varias de las disposiciones de la Ley N° 18.045 destacan la importancia de la información técnica –ordinaria, esencial, reservada o privilegiada– en la comercialización de los valores mobiliarios y la consiguiente sanción a la adulteración, mal uso y ocultación o revelación indebida de tal información.

La Ley N° 18.045 considera diversas normas destinadas a regular la oferta pública de venta de valores. Ellas han sido notablemente enriquecidas con las modificaciones introducidas por la reciente Ley N° 19.705, las que se suman a una serie de otras ocurridas en las ya dos décadas de la Ley N° 18.045⁴⁰.

Entre las modificaciones introducidas por la Ley N° 19.705, destacan la incorporación de los Títulos XXV y XXVI, referidos a

³⁸ *Ibidem*, 3.

³⁹ Clarke de la Cerda, Alvaro, “Modernización del Mercado de Capitales Chileno: La Nueva Ley de Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones y Gobierno Corporativo”, publicada en “Elementos Conceptuales de la Ley de OPAS”, Serie Documentos de Discusión, Superintendencia de Valores y Seguros, Santiago, 2001, 29.

⁴⁰ Tales modificaciones fueron introducidas por las Leyes N°s. 18.223, 18.350, 18.482, 18.660, 18.815, 18.876, 18.899, 18.919, 19.221, 19.301, 19.389, 19.601 y 19.623. Con posterioridad a la Ley N° 19.705 se han incorporado nuevas modificaciones por las Leyes N°s. 19.768 y 19.769.

las ofertas públicas de adquisición de acciones y a la oferta pública de acciones o valores convertibles en el extranjero, respectivamente, así como la modificación del artículo 60 de la Ley N° 18.045 a través de la inclusión de varios nuevos tipos penales, los que vienen a sancionar la actuación de agentes irregulares (artículo 60 letra b), la adquisición fraudulenta de acciones sin efectuar una OPA en aquellos casos en que corresponda hacerlo (artículo 60 letra f), el uso de información privilegiada para obtener beneficios o para evitar una pérdida en transacciones de valores de oferta pública (artículo 60 letra h), el uso indebido de valores en custodia (artículo 60 letra i) y la ocultación o eliminación deliberada de registros contables o de custodia de valores (artículo 60 letra j)⁴¹.

IV.2. El Título II de la Ley N° 18.045, titulado *del Registro de Valores y de la Información*, regula el registro de valores que la Superintendencia de Valores y Seguros debe mantener a disposición del público. En él se inscribirán los emisores de valores de oferta pública, los valores que sean objeto de oferta pública, las acciones de las sociedades a que se refiere el inciso 2° del artículo 1° y las acciones emitidas por sociedades que voluntariamente así lo soliciten⁴².

La ley buscó reglamentar el registro de valores para que el público –potenciales compradores– tuviera “una amplia información sobre la naturaleza del emisor, las características de los valores ofre-

⁴¹ La Ley N° 19.705, a más de las figuras referidas incorporadas en el artículo 60, señala obligaciones y sanciones administrativas en relación a las OPAS e introduce modificaciones al Título IX de la Ley de Valores, sobre la Información en la Obtención de Control.

Así, por ejemplo, el artículo 214, relativo a la oferta pública de adquisición de acciones, dispone que “la Superintendencia, conforme a sus facultades, podrá formular observaciones y exigir al oferente antecedentes adicionales a los proporcionados, con el objeto que los inversionistas cuenten con la información veraz, suficiente y oportuna requerida para decidir si aceptan la oferta.

Las deficiencias en la información proporcionada o el incumplimiento de los requisitos establecidos en esta ley, “facultarán a la Superintendencia para suspender hasta por 15 días el inicio o la continuación de la oferta. Esta suspensión podrá prorrogarse por una vez y por el mismo plazo. Si vencida la prórroga subsisten las causas que la fundaron, la Superintendencia dejará sin efecto la oferta por resolución fundada”.

⁴² El artículo 1° inciso 2° de la Ley N° 18.045 se refiere a las sociedades anónimas y en comandita en las que a lo menos, el 10% de su capital suscrito pertenece a un mínimo de 100 accionistas, excluidos los que individualmente o a través de otras personas naturales o jurídicas, excedan dicho porcentaje, o que tienen 500 accionistas o más.

cidos, etc., de modo de formarse una adecuada opinión al tomar sus decisiones de inversión”⁴³.

Según señala el artículo 9, *“la inscripción en el Registro de Valores obliga al emisor a divulgar en forma veraz, suficiente y oportuna toda información esencial respecto de sí mismo, de los valores ofrecidos y de la oferta”*. A lo cual agrega que *“se entiende por información esencial aquella que un hombre juicioso consideraría importante para sus decisiones sobre inversión”*⁴⁴. Tal información es procesada por la Superintendencia de Valores y Seguros y por las Bolsas de Valores del país, quedando de ese modo el público en situación de conocerla a cabalidad para proceder así de acuerdo a sus propios intereses a continuación.

El artículo 59 en su letra a) sanciona el incumplimiento de las obligaciones anteriores con las penas de presidio menor en su grado medio a presidio mayor en su grado mínimo, al señalar que sufrirán tales penas *“los que maliciosamente proporcionaren antecedentes falsos o certificaren hechos falsos a la Superintendencia, a una bolsa de valores o al público en general, para los efectos de lo dispuesto en esta ley”*⁴⁵.

El artículo 54 de la Ley, incorporado en su Título IX, denominado *de la información en la obtención de control*, contiene, a su vez, un mecanismo de protección a los accionistas minoritarios frente a la toma de control de una sociedad anónima que haga oferta pública de acciones, al disponer que *“toda persona que, directa o indirectamente, pretenda tomar el control de una sociedad anónima que haga oferta pública de sus acciones, cualquiera sea la forma de adquisición de las acciones, comprendiéndose incluso la que pudiese realizarse por suscripciones directas o transacciones privadas, deberá previamente informar tal hecho al público en general”*. Tal

⁴³ Historia del Establecimiento de la Ley N° 18.045, Mensaje Presidencial, 189.

⁴⁴ La Superintendencia de Valores y Seguros, en la Sección II de su norma de carácter general N° 30 considera ejemplos de “hechos relevantes o esenciales”, entre ellos una disminución importante del valor de los activos de la empresa; la paralización parcial o total de faenas, por cualquier causa; la renuncia, revocación del directorio y la renuncia o remoción del gerente general; los cambios de importancia en la propiedad de la empresa, etc.

⁴⁵ El artículo 26 del D.L. N° 3.538, de 1980, del Ministerio de Hacienda, el cual crea la Superintendencia de Valores y Seguros, señala que “las personas que rindan declaraciones falsas ante la Superintendencia incurrirán en las penas que establece el artículo 210 del Código Penal”.

información debe cumplir con los requisitos señalados en el incisos 2° y 3° del referido artículo 54⁴⁶.

La infracción a lo antes dispuesto, según señala el mismo artículo 54, *“no invalidará la operación, pero otorgará a los accionistas o a los terceros interesados el derecho de exigir indemnización por los perjuicios ocasionados, además de las sanciones administrativas que correspondan”*. A más de lo anterior, *“las operaciones que permitan obtener el control que no cumplan con las normas de este Título podrán ser consideradas, en su conjunto, como una operación irregular para los efectos de lo dispuesto en el artículo 29 del Decreto Ley N° 3.538, de 1980”*⁴⁷.

De la relación entre ambos títulos con los propósitos de la Ley de Valores, aparece la importancia que reviste para la transparencia del mercado el hecho que el inversionista cuente con una información completa y suficiente para tomar sus decisiones al operar con valores, razón por la cual se sancionan la *adulteración y ocultación de la información a incorporar en el Registro de Valores y en las publicaciones destinadas a informar al público en la obtención de control*.

IV.3. El Título III de la Ley N° 18.045, titulado *De la información continua y reservada*, establece, en su artículo 10° que *“las entidades inscritas en el Registro de Valores quedarán sujetas a esta ley y a sus normas complementarias y deberán proporcionar a la Superintendencia y al público en general la misma información a que*

⁴⁶ Los incisos 2° y 3° del artículo 54 señalan lo siguiente: “Para los fines señalados en el inciso anterior, se enviará una comunicación escrita en tal sentido a la sociedad anónima que se pretende controlar, a las sociedades que sean controladoras y controladas por la sociedad cuyo control se pretende obtener, a la Superintendencia y a las bolsas en donde transen sus valores. Con igual objeto, se publicará un aviso destacado en 2 diarios de circulación nacional. La comunicación y la publicación antes mencionadas deberán efectuarse, a lo menos, con diez días hábiles de anticipación a la fecha en que se pretenda perfeccionar los actos que permitan obtener el control de la sociedad anónima respectiva y, en todo caso, tan pronto se hayan iniciado negociaciones tendientes a lograr su control, mediante la entrega de información y documentación de esa sociedad.

El contenido de la comunicación y de la publicación señaladas en el inciso anterior será determinado por la Superintendencia, mediante instrucciones de general aplicación y contendrá al menos, el precio y demás condiciones esenciales de la negociación a efectuarse”.

⁴⁷ El artículo 29 del D.L. N° 3.538, de 1980, del Ministerio de Hacienda, que crea la Superintendencia de Valores y Seguros, señala, en su inciso 1°, que “no obstante lo expresado en los artículos 27 y 28 al aplicar una multa, la Superintendencia, a su elección, podrá fijar su monto de acuerdo a los límites en ellos establecidos o hasta en un 30% del valor de la emisión u operación irregular”.

están obligadas las sociedades anónimas abiertas y con la periodicidad, publicidad y en la forma que se exige a éstas”.

Asimismo, las referidas entidades “*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*”.

Eventualmente, eso sí, “*con la aprobación de las tres cuartas partes de los directores en ejercicio podrá darse el carácter de reservado a ciertos hechos o antecedentes que se refieran a negociaciones aún pendientes que, al conocerse, puedan perjudicar al interés social*”.

La **calificación dolosa o culposa de una información como reservada**, así como toda otra infracción a las disposiciones contenidas en la presente ley y que cause daño a otro, obliga a la correspondiente indemnización de perjuicios dejando a salvo las posibles responsabilidades administrativas y penales correspondientes.

El artículo 60, a su vez, sanciona la **revelación indebida de la información reservada** al señalar que sufrirán las penas de presidio menor en cualquiera de sus grados “*los socios, administradores y, en general, cualquiera persona que, en razón de su cargo o posición en las sociedades clasificadoras, tenga acceso a información reservada de los emisores clasificados y revele el contenido de dicha información a terceros*”⁴⁸.

IV.4. El Título XXI de la Ley N° 18.045, denominado *de la información privilegiada*, fue incorporado a dicho cuerpo legal por la Ley N° 19.301⁴⁹. Tal Título, el cual debe interpretarse armónicamente con las demás disposiciones de la Ley de Valores, en particular con sus artículos 5, 6, 9 y 10, “estableció por primera vez en Chile ciertas normas específicas para controlar, regular y sancionar el uso o el abuso de la información privilegiada, con la finalidad de asegurar no solamente la existencia de la eficiencia, la simetría de información, la transparencia, la equidad y la igualdad de oportuni-

⁴⁸ En relación al mal uso de la información reservada, cabe estimar aplicables en la especie, en virtud de lo dispuesto en el artículo 164 inciso 1° de la Ley N° 18.045, las sanciones contenidas en la letra g) del artículo 60 de la misma ley.

⁴⁹ Ver, entre otros, Ferreiro, Lorena, *op. cit.*, 1995; Giesze, Craig, *op. cit.*; Laso Richards, José Joaquín, “Del Uso de Información Privilegiada”, Universidad Finis Terrae, Facultad de Derecho, Tesis de Grado, Santiago, 1997; y Novoa Galán, Raúl, *op. cit.*

dades para todos los inversionistas, sino también la buena fe, la ética y la honestidad, en el mercado de valores de Chile”⁵⁰.

El artículo 164 define a la información privilegiada como *“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”*, a lo cual se agrega que *“también se entenderá por información privilegiada la que se tiene de las operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores”*.

El artículo 167 señala, por su parte, que *“los directores, gerentes, administradores, asesores que presten servicios a la sociedad, o personas que en razón de su cargo o posición, hayan tenido o tengan acceso a información privilegiada, estarán obligados a dar cumplimiento a las normas de este Título, aunque hayan cesado en el cargo respectivo”*, entre las cuales destaca el artículo 165, el cual incluye la obligación de guardar estricta reserva de tal información, la prohibición de utilizarla en beneficio propio o ajeno como también la de adquirir para sí o para terceros, directa o indirectamente, los valores sobre los cuales posea información privilegiada.

El artículo 172 establece las sanciones generales aplicables por la infracción a las disposiciones del Título XXI, las cuales son de naturaleza civil⁵¹, administrativa⁵² y penal.

En relación a este último aspecto, el artículo 60 señala que sufrirá las penas de presidio menor en cualquiera de sus grados el

⁵⁰ Giesze, Craig, *op. cit.*, 801.

⁵¹ El artículo 172 señala en sus incisos 1° y 2° lo siguiente: “Toda persona perjudicada por actuaciones que impliquen infracción a las disposiciones del presente Título, tendrá derecho a demandar indemnización en contra de las personas infractoras.

La acción para demandar perjuicios prescribirá en un año contado a partir de la fecha en que la información privilegiada haya sido divulgada al mercado y al público inversionista”.

Lo breve de este plazo ha sido criticado por la doctrina, sugiriéndose su ampliación conforme a la regla general establecida en el artículo 822 del Código del Comercio, el cual considera un plazo de prescripción de cuatro años (Ver Giesze, Craig, *op. cit.*, 836).

⁵² El artículo 172 en su inciso 3° señala que “las personas que hayan actuado en contravención a lo establecido en este Título, deberán entregar a beneficio fiscal, cuando no hubiere otro perjudicado, toda utilidad o beneficio pecuniario que hubieren obtenido a través de transacciones de valores del emisor de que se trate”.

que “*valiéndose de información privilegiada ejecute un acto, por sí o por intermedio de otras personas, con objeto de obtener un beneficio pecuniario o evitar una pérdida, tanto para sí como para terceros, mediante cualquier tipo de operaciones o transacciones con valores de oferta pública*” y el que “*revele información privilegiada, con objeto de obtener un beneficio pecuniario o evitar una pérdida, tanto para sí como para terceros, en operaciones o transacciones con valores de oferta pública*”. Tales ilícitos constituyen, entonces, los delitos de *mal uso de la información reservada* y *privilegiada* y la *revelación indebida de la información reservada*.

IV.5. El Título VIII de la Ley de Valores, titulado *de las actividades prohibidas*, considera la posibilidad de –por medio de cualquier acto, práctica, mecanismo o artificio engañoso o fraudulento– adulterar, usar mal u ocultar la información técnica disponible, engañando a los centros de información financiera y bursátil y con ello también al público y propietarios de valores acerca de hechos que tienen incidencia en los precios de los mismos valores a ser transados. Tal hipótesis configura el *delito de transacción ilícita de valores* establecido en el artículo 53, inciso 2º, en relación al 59, letra e) de la Ley. Esta última disposición castiga, con las penas de presidio menor en su grado medio a presidio mayor en su grado mínimo, a las personas que infringen determinadas prohibiciones mencionadas en el artículo 53, el cual, a su vez, señala que “*es contrario a la presente ley efectuar cotizaciones o transacciones ficticias respecto de cualquier valor, ya sea que las transacciones se lleven a cabo en el mercado de valores o a través de negociaciones privadas*”. A continuación, entre otras conductas, castiga la de “*efectuar transacciones o inducir o intentar inducir a la compra o venta de valores, regidos o no por esta ley, por medio de cualquier acto, práctica, mecanismo o artificio engañoso o fraudulento*”.

En relación al delito regulado en el artículo 53 inciso 2º de la Ley N° 18.045, la Ley N° 19.705 no vino a modificar en parte alguna el mismo. Se establecieron, sin embargo, nuevas exigencias administrativas de gestión para el desarrollo de las OPAS y de las tomas de control.

La historia del establecimiento de la ley destaca expresamente que en la especie se busca prohibir que “persona alguna sea o no corredor o agente registrado, induzca a otra a la compra o venta de valores por medio de actos, prácticas, mecanismos o artificios engañosos o fraudulentos”⁵³.

En consecuencia, en la especie se está ante un tipo penal específico, por lo que, “aun pudiéndose configurar alguno de los tipos legales descritos en el Código Penal para las estafas u otros, la Ley N° 18.045 establece que las personas que infrinjan las disposiciones de los artículos 52 y 53 sufrirán las penas de presidio menor en su grado medio a presidio mayor en su grado mínimo (541 días a 10 años)”⁵⁴.

IV.6. A más de las figuras antes mencionadas, existen, en primer lugar, tipos específicos adicionales destinados a sancionar penal o administrativamente ciertos actos que atentan contra la transparencia de los mercados a consecuencia de una falta de información y, en segundo lugar, otras disposiciones, de carácter general, que reconocen la importancia de la información en los mercados de valores.

Entre los primeros, cabe mencionar los artículos 36, 61 y 63. El artículo 36 destaca que procede la cancelación o suspensión de la inscripción de un corredor de bolsa por tomar parte en forma culpable o dolosa en “*transacciones no compatibles con las sanas prácticas de los mercados de valores*” (artículo 36 letra c). El artículo 61 indica que “*las personas que con el objeto de inducir a error en el mercado difundieren noticias falsas o tendenciosas, aun cuando persiguieren con ello obtener ventajas o beneficios para sí o terceros sufrirán las penas de presidio menor en sus grados mínimo a medio*”. El artículo 63 señala que “*no podrá hacerse oferta pública de valores por emisores que se encuentren en estado de insolvencia. Igualmente, deberá suspenderse la emisión de valores de oferta pública desde que el emisor cayera en estado de insolvencia*”. Agrega luego que “*los administradores que sabiendo o debiendo saber el estado de insolvencia en que se encuentran las empresas por ellos administradas, acordaren, decidieren o permitieren que éstas incurran en hechos contrarios*

⁵³ Historia del Establecimiento de la Ley N° 18.045, Informe, 81.

⁵⁴ Ortega Aichele, Adolfo, *op. cit.*, 136.

a lo establecido en el inciso anterior, serán sancionados con el máximo de las penas señaladas en el artículo 467 del Código Penal. Estas penas se aumentarán en un grado si las empresas consumaren su oferta y recibieren efectivamente dinero por los valores que en forma indebida hubieren ofertado públicamente”.

Entre las segundas, cabe considerar, por ejemplo, las normas que destacan que *“las bolsas de valores deberán reglamentar su actividad bursátil y la de los corredores de bolsa, vigilando su estricto cumplimiento de manera de asegurar la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente”* (artículo 39); o que las bolsas deberán *“proporcionar y mantener a disposición del público información sobre los valores cotizados y transados en la bolsa, sus emisores, intermediarios y las operaciones bursátiles”* así como *“velar por el estricto cumplimiento por parte de sus miembros de los más elevados principios de ética comercial y de todas las disposiciones legales y reglamentarias que les sean aplicables”* (artículo 43); o el que *“la publicidad, propaganda y difusión que por cualquier medio hagan emisores, intermediarios de valores, bolsas de valores, corporaciones de agentes de valores y cualquiera otras personas o entidades que participen en una emisión o colocación de valores, no podrá contener declaraciones, alusiones o representaciones que puedan inducir a error, equívocos o confusión al público sobre la naturaleza, precios, rentabilidad, rescate, liquidez, garantías o cualquiera otras características de los valores de oferta pública o de sus emisiones”* (artículo 65).

V. NATURALEZA JURÍDICA DE LOS ILÍCITOS

V.1. La Doctrina estima, en general, que el atentado a la buena fe en materia económica para resultar en delito debe importar un menoscabo patrimonial⁵⁵. Sin embargo, las hipótesis sancionadas en la Ley de Valores permiten concebir formas delictivas sin un perjuicio patrimonial efectivo, lo que, en todo caso, es más armónico con los tiempos que corren y la debida protección del Orden Público Econó-

⁵⁵ Rodríguez Devesa, José María, “Derecho Penal Español”, Dykinson, Madrid, 1991, 499.

mico y del combate contra la corrupción⁵⁶, elementos necesarios para el desarrollo de economías modernas y transparentes⁵⁷.

La mayoría de los ilícitos penales antes mencionados constituyen lo que la doctrina denomina delitos de peligro. Ellos, en razón de su propia tipificación, son considerados como consumados sin necesidad de estar en la presencia de un daño efectivo⁵⁸.

Lo anterior simplifica la prueba de la conducta y tiende a evitar la posibilidad de defensas artificiosas destinadas a demostrar la existencia o no de vínculo entre la adulteración, mal uso y ocultación o revelación indebida de la información y el perjuicio sufrido.

Para una mayor claridad al respecto, resulta útil considerar cada una de las hipótesis de ilícitos posibles por separado.

V.2. En el caso de la *adulteración y ocultación de la información a incorporar en el Registro de Valores y en las publicaciones destinadas a informar al público en la obtención de control*, sancionada en los artículos 59 letra a) y 54 de la Ley N° 18.045, respectivamente, revisados en el punto IV.2., aparece claramente que el tipo no exige un perjuicio patrimonial para su perfeccionamiento.

⁵⁶ Por corrupción se designa "al fenómeno por medio del cual un funcionario público es impulsado a actuar en un modo distinto de los estándares normativos del sistema, para favorecer intereses particulares a cambio de una recompensa" (Bobbio, Norberto y Nicola Matteucci, "Diccionario de Política", Editorial Siglo XXI, México, 1981, 438). Cabe considerar que un adecuado ordenamiento jurídico-económico requiere, junto con la sanción de la corrupción en el ámbito público, la represión de ilícitos cometidos por los particulares, tales como los analizados en el presente artículo. Se trata, entonces, de normas complementarias a considerar en una visión sistémica de la realidad. A propósito de la información transparente y el mercado de valores, el D. L. N° 3.538, de 1980, del Ministerio de Hacienda, que crea la Superintendencia de Valores y Seguros, en su artículo 23 establece una norma destinada a combatir posibles actos de corrupción por parte de los empleados o personas que a cualquier título presten servicios a la Superintendencia, al señalar que estos "estarán obligados a guardar reserva acerca de los documentos y antecedentes de las personas o entidades sujetas a la fiscalización de ella, siempre que tales documentos y antecedentes no tengan el carácter de públicos. La sanción a esta obligación será sancionada en la forma establecida en el inciso primero del artículo 247 del Código Penal".

⁵⁷ Este no es, sin embargo, un tema pacífico. Desde luego, existen autores que han criticado el criterio seguido por la ley en cuanto estiman que su violación debiera exigir un "daño económico". Al respecto señalan que "hay que exigir la prueba, por lo menos, de un "daño económico" para justificar una violación de la ley, porque si no existe una amenaza a la operación eficiente del mercado de valores de Chile no hay una razón económica para imponer sanciones" (Giesze, Craig, *op. cit.*, 824).

⁵⁸ Ver Herranz, Alberto, "Delito de Peligro", publicado en Enciclopedia Jurídica. OMEBA Tomo VI, Driskill S.A., Buenos Aires, 1991.

V.3. En el mal uso de la información, ya sea tratándose de la *transacción ilícita de valores*, descrita en el artículo 53, y revisada en el punto IV.5., o del *mal uso de la información reservada y privilegiada*, sancionada en los artículos 60 letra g) y 167, analizados en los puntos IV.3 y IV.4., es posible advertir un similar criterio al caso anterior.

En la transacción ilícita de valores sancionada por el artículo 53, inciso 2º, en relación al 59, letra e) de la Ley N° 18.045, se sanciona a quien induzca o intente inducir a la compra o venta de valores por medio de cualquier acto, práctica, mecanismo o artificio engañoso o fraudulento.

En armonía con la gravedad otorgada por el legislador al tipo penal, es suficiente, entonces, con que se induzca o intente inducir la compra o la venta de valores, no siendo necesario que tales contratos se hayan perfeccionado.

El sancionar el intento de inducción indica que el delito en análisis constituye un delito de peligro y no de lesión, en cuanto no es necesario que el daño que el engaño pueda producir en el patrimonio de las personas acaezca efectivamente, radicándose en personas determinadas⁵⁹. En este caso la ley penal no toma en cuenta si la operación causa o no perjuicio patrimonial a determinada persona. Esto porque el bien jurídico tutelado no es el patrimonio privado de las personas sino la transparencia del mercado como fundamento del Orden Público Económico⁶⁰.

En el caso de la información reservada y privilegiada ocurre algo similar. De la lectura de las disposiciones sobre la materia surge que el provecho o beneficio a obtener por el *insider* “no tiene por qué ser necesariamente económico. Tampoco la prescripción exige la concurrencia de un perjuicio o daño patrimonial”⁶¹.

⁵⁹ En relación al peligro, existen teorías subjetivas, objetivas y mixtas que lo explican. Al respecto, cabe mencionar que el peligro, “por una parte, se nos presenta objetivamente como una realidad en el mundo del ser. Por otra parte, observándolo desde el punto de vista del que lo produce, del que lo sufre, del que lo presencia, o en fin, del que lo juzga, es indiscutible que el peligro toma carácter puramente subjetivo en mayor o menor proporción” (Ver Herranz, Alberto, *op. cit.*, 280).

⁶⁰ En los delitos de resultado, las figuras incompletas (tentativa y frustración), así como la inducción, también pueden verificarse. Sin embargo, en la especie, el intento de inducción en sí mismo es suficiente para definir el tipo penal básico, por lo que parece razonable estimar que la transacción ilícita de valores sancionada por el artículo 53, inciso 2º, en relación al 59, letra e) de la Ley N° 18.045 constituye un delito de peligro propiamente tal.

⁶¹ Novoa Galán, Raúl, *op. cit.*, 11.

Al igual que en el caso anterior, por afectarse en la especie la seguridad, certeza y transparencia con que las transacciones se hacen en el mercado, y no solamente el patrimonio privado de las personas, no es relevante la producción de un daño patrimonial para la configuración del posible ilícito.

V.4. Finalmente, en el caso de la *revelación indebida de la información, ya sea reservada o privilegiada*, sancionada por las letras d) y h) del artículo 60, analizadas en los puntos V.3. y IV.4., operan parámetros equivalentes por similares razones.

V.5. El estimar que la naturaleza jurídica de los ilícitos analizados corresponde a un delito de peligro, el que, por su naturaleza, es en la especie abstracto y colectivo, permitirá una mejor identificación y comprensión de los bienes jurídicos protegidos en la especie⁶².

VI. BIENES JURÍDICOS ESPECÍFICOS PROTEGIDOS

VI.1. En lo esencial, los tipos penales mencionados persiguen la protección de los accionistas minoritarios, de la actividad bursátil, de la libre competencia, de la transparencia de los mercados y, en suma, de la buena fe comercial. Se busca resguardar mercados de valores eficaces y eficientes, ya que sin ellos “los países, tanto desarrollados como en desarrollo, perderían una de sus principales fuentes para capturar y generar los recursos capitales para sostener su crecimiento y desarrollo económicos. La existencia de tal escenario provocaría múltiples crisis financieras y depresiones económicas”^{63, 64}.

⁶² Cabe estimar que los delitos de peligro analizados son abstractos y colectivos en razón de tratarse de delitos idóneos, en forma general, para causar daño a un círculo ilimitado de personas no determinadas.

⁶³ Giesze, Craig, *op. cit.*, 836.

⁶⁴ Sobre la importancia del mercado de capitales en el desenvolvimiento económico ver Carvalho de Mello, Pedro, “Mercado de Capitais e Desenvolvimento Econômico”, publicado en Portacarrero de Castro, Helio, “Introdução ao Mercado de Capitais”, Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais - IBMEC, Rio de Janeiro, 1985.

A más de lo anterior es necesario no olvidar la importancia que reviste en los días que corren la integración regional la cual en parte importante depende del cumplimiento de estándares internacionales, en armonía con el principio de la internacionalización del Derecho, lo que, en la materia en análisis, es controlado, entre otros organismos, por las Naciones Unidas (ONU) y la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE)⁶⁵.

En orden a una mayor precisión, resulta conveniente destacar la protección de la buena fe comercial, la fe pública, la transparencia de los mercados y la protección de los accionistas minoritarios, siguiendo para ello el criterio utilizado en el punto V⁶⁶.

VI.2. En ilícitos tales como la *adulteración y ocultación de la información a incorporar en el Registro de Valores* así como en la *transacción ilícita de valores*, aparece de manifiesto la necesidad de protección de la **buena fe comercial**, la cual garantiza “el mínimo ético socioeconómico que ha de presidir el comportamiento de los sujetos económicos para alcanzar la transparencia y lealtad en el marco de la economía social y competitiva de mercado”⁶⁷.

Si bien es cierto que la aplicación de la buena fe en materia comercial ha sido rechazada por algunos autores en beneficio de la primacía del formalismo⁶⁸ no es menos cierto que, en un sentido amplio, “se le ve ahora como un principio general, informante de la totalidad de la regulación, con características de postulado moral y jurídico”⁶⁹.

A más de la buena fe mercantil, en la especie, al intervenir la Superintendencia de Valores y Seguros, está comprometida la **fe pública** en cuanto se afecta la seguridad del tráfico jurídico, “enten-

⁶⁵ Para mayores detalles ver Herrero Herrero, César, “Los Delitos Económicos - Perspectiva Jurídica y Criminológica”, Ministerio del Interior, Secretaría General Técnica, Madrid, 1982, 105-115.

⁶⁶ En el análisis que sigue se destacan para los ilícitos mencionados sendos bienes jurídicos específicos protegidos de especial importancia. Sin embargo, es necesario tener presente que la protección de los referidos bienes es resguardada, en algún grado, por todas y cada una de las figuras revisadas.

⁶⁷ Martos Núñez, Juan Antonio, *op. cit.*, 397.

⁶⁸ Ripert, Georges, “Tratado Elemental de Derecho Comercial. Tomo I”, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, Paris, Tipográfica Editora Argentina, Buenos Aires, 1954, 50.

⁶⁹ Borgia, Eduardo, “Buena Fe”, publicado en Enciclopedia Jurídica OMEBA, Tomo II, Editorial Bibliográfica Argentina SRL, Buenos Aires, 1971, 405.

diendo por tal el desarrollo normal y expedito de los negocios jurídicos que tienen como fundamento la veracidad de los signos y objeto que en ellos se emplean”^{70, 71}.

VI.3. En el caso del *mal uso de la información reservada y privilegiada*, así como su *revelación*, es posible advertir, además de la protección de la buena fe comercial y de la fe pública, la protección de la actividad bursátil, de la libre competencia y, en suma, de la **transparencia de los mercados**.

El uso indebido de información privilegiada, en efecto, “es una práctica abusiva que todas las regulaciones modernas tratan de erradicar”. Su efecto perjudicial sobre los inversores es notable, pero “es aún mayor su potencial para dañar la confianza en la integridad del mercado y distorsionar de modo permanente su funcionamiento, sobre todo si los inversores perciben que esas prácticas son frecuentes”⁷².

La protección de los mercados bursátiles y de la leal competencia resulta en la especie resguardada más aún cuando “la existencia de asimetrías de información entre los grupos controladores, accionistas externos y el mercado, pueden exacerbar las redistribuciones de riqueza entre los distintos grupos y acarrear problemas de subinversión a nivel agregado.

Las características de bien público que presenta la producción de información hacen necesario normar los mínimos pertinentes, respecto de la cantidad y calidad de ésta”⁷³.

El tráfico de información privilegiada supone “contravenir la transparencia necesaria en el mercado de valores y el principio de igualdad de oportunidades de acceso a la información de valores cotizados en bolsa que rige dicho mercado, con el consiguiente perjuicio económico de quienes no tienen información privilegiada. Por otra parte, hace disminuir la confianza de los inversores en el merca-

⁷⁰ Etcheberry, Alfredo, “Derecho Penal-Parte Especial, T. IV”, Editorial Jurídica de Chile, Santiago, 1998, 133.

⁷¹ Para mayores detalles sobre la fe pública, ver Hiram Pozzo, José, “Fe Pública”, publicado en Enciclopedia Jurídica OMEBA T. XII, Editorial Bibliográfica Argentina S.R.L., Buenos Aires, 1967.

⁷² Gómez, Carlos, “Operaciones Privilegiadas”, El País, 27 de mayo de 2001.

⁷³ Mensaje de S.E. el Presidente de la República con el que se inicia un proyecto de ley que regula las ofertas públicas de adquisición de acciones y establece régimen de gobiernos corporativos, 4.

do de valores, perjudicando la función económica y social que realiza la bolsa”⁷⁴.

En consecuencia, los gerentes o directores de una de esas sociedades, sujetas al control de la Superintendencia de Valores, adquieren o transfieren acciones de la misma –sea que actúen por sí o por interpósita persona– aprovechándose de la información privilegiada con que cuentan, están atentando contra un mercado de valores equitativo, competitivo, ordenado y transparente⁷⁵.

VI.4. En el caso de la *adulteración y ocultación de la información a incorporar en las publicaciones destinadas a informar al público en la obtención de control*, así como en los ilícitos señalados en el punto VI.3, resulta, además, esencial la **protección de los accionistas minoritarios** en el proceso de toma de control de una sociedad fiscalizada.

Tal protección constituye, en todo caso, uno de los objetivos principales de la Ley N° 18.705, al regular las OPAS, y a cuyo propósito se destaca que “una adecuada protección a los intereses de los accionistas minoritarios, asegura un retorno razonable y evita que sean expropiados por los administradores o por el grupo controlador de una sociedad”^{76, 77, 78}.

⁷⁴ Melé, Domènec, “Información Privilegiada”, Documento de Trabajo IESE “Información Privilegiada”, Documento de Trabajo IESE, 2.

⁷⁵ Revisar Informe Interno de la Fiscalía de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros, de fecha 14 de octubre de 1997, publicado en la Revista de Valores SVS N° 121, Septiembre 1998, 58.

⁷⁶ Mensaje de S.E. el Presidente de la República con el que se inicia un proyecto de ley que regula las ofertas públicas de adquisición de acciones y establece régimen de gobiernos corporativos, 3.

⁷⁷ Ver Hooke, Jeffrey, “Security Analysis on Wall Street - A comprehensive guide to today's valuation methods”, John Wiley & Sons Inc., USA, 1998; Luco Illanes, Nicolás, “Protección a los Accionistas Minoritarios frente a la Toma de Control de una Sociedad Anónima Abierta”, publicado en Revista Chilena de Derecho, Volumen 22, N° 3, 417-438; y Sánchez Calvo, Fernando (Director), “Régimen Jurídico de las Emisiones y Ofertas Públicas de Venta (OPVs) de Valores”, Centro de Documentación Bancaria y Mercantil, Editoriales de Derecho Reunidas S.A., Madrid, 1995.

⁷⁸ Cabe estimar que el ámbito de acción de la Superintendencia de Valores y Seguros, en relación a la protección del accionista minoritario, se da básicamente en el ámbito de las OPAS y no en el de las operaciones privadas, a cuyo respecto pueden operar los ilícitos penales contemplados en el Código Penal, más las posibles responsabilidades civiles. Lo anterior es sin perjuicio de la actuación que a la Superintendencia cabe en el resguardo de otros posibles puntos vinculados con la fe pública (Ver Stampa Braun, José María y Enrique Bacigalupo, “La Reforma del Derecho Penal Económico Español”, Instituto de Estudios Económicos, Madrid, 1980, 13-16).

VI.5. No obstante la importancia de las normas anteriores, se ha señalado por autores tan prestigiosos como *Richard Posner*, a propósito de las normas que regulan la información privilegiada en Estados Unidos, que, a más de sus altos costos de implementación, ellas podrían distorsionar el funcionamiento eficaz del mercado de valores, sobre todo con respecto de las opciones a la compra y venta de acciones⁷⁹. La base de su crítica radica en que la información privilegiada es potencialmente un instrumento muy importante para crear incentivos económicos para los directores y administradores más productivos de las sociedades anónimas abiertas. Existe, entonces, “la posibilidad de que las normas actuales para controlar la información privilegiada hayan eliminado, en ciertos casos, los incentivos individuales de algunos directores o administradores, para divulgar al público cierta información valiosa que ellos mismos hayan creado o que puedan crear, en virtud de que no pueden gozar individualmente, hasta lo máximo, de los frutos de su propia labor”⁸⁰.

Sin embargo, no es el éxito necesariamente el parámetro de legitimidad de una acción. Así, “la falta de transparencia que mantiene desinformados a los accionistas, el uso de información privilegiada en beneficio propio y los premios excesivos autoconcedidos, por muy excelente que sea una gestión administradora, pueden afectar gravemente a ese bien público esencial que es el sistema económico de una sociedad bien ordenada”⁸¹.

VII. PREVENCIÓN, INVESTIGACIÓN Y SANCIÓN DE LOS ILÍCITOS CONTRA LA INFORMACIÓN EN LAS TRANSACCIONES DE VALORES

VII.1. Diversas medidas pueden ser implementadas en orden a evitar o aminorar los efectos de la adulteración, el mal uso y ocultamiento o revelación indebida de la información técnica a considerar en las decisiones de venta y o en las condiciones de las transacciones de valores.

⁷⁹ Posner, Richard, “Economic Analysis of Law”, 5ª Edición, 1998, 459-460.

⁸⁰ Giesze, Craig, *op. cit.*, 827.

⁸¹ Godoy Arcaya, Oscar, “Protegiendo Bienes Públicos”, publicado en Estrategia, 17 de agosto de 1998, 18.

En el análisis de tales delitos, es posible distinguir cronológicamente tres etapas, a saber, la prevención, la investigación y la sanción.

VII.2. En la **etapa de prevención del delito** es posible distinguir tres niveles operacionales. El primero actúa con anterioridad a la comisión del mismo. El segundo opera una vez que éste es una realidad y pretende la detección temprana de los delincuentes, el impedir o hacer más difícil el delito y el limitar sus daños. El tercero, finalmente, busca la readaptación social del delincuente ya condenado⁸².

En el caso de los ilícitos contra la información en las transacciones de valores, resulta relevante destacar algunos aspectos de la prevención primaria aplicables en la especie, a saber: la información sociojurídica, la educación y la autorregulación.

En el ámbito de la información sociojurídica, existe una demanda general de seguridad en Latinoamérica expresada, entre otros puntos, en la necesidad de conocer “cuáles son efectivamente los derechos de la población”⁸³. El manejar niveles adecuados de información en relación, entre otros puntos, a la naturaleza de estos delitos, sus graves consecuencias sociales, sus formas de llevarse a cabo, etc., permitirá prevenir su comisión. La sensibilización ciudadana, resultado de la acción conjunta tanto de los profesionales, de los medios de comunicación como de la comunidad organizada, tiene, además, una gran importancia, en la medida que sirve para crear una conciencia social contraria a tales disfunciones⁸⁴.

En el campo de la educación, la formación ética de los empresarios ocupa un rol significativo, siendo una de las medidas a considerar la transmisión de valores. Así, por ejemplo, una de las primeras decisiones tomadas por *John Shad*, a cargo de la *Securities & Exchange Commission*, cuando se descubrieron los abusos de los traficantes de información privilegiada en *Wall Street*, fue “hacer

⁸² Peñaloza, Pedro José y Felipe Espinosa-Torres, “Los Desafíos de la Prevención del Delito en América Latina en el Siglo XXI”, X Congreso de las Naciones Unidas para la Prevención del Delito y Tratamiento del Delincuente, México, 2000, 9.

⁸³ Binder, Alberto, “Reforma de la Justicia Penal y Constitución: Del Programa Político al Programa Científico”, publicado en Cuadernos de análisis jurídico, serie seminarios 39, Universidad Diego Portales, Santiago de Chile, 1998, 13.

⁸⁴ Las políticas de prevención de la delincuencia requieren de la colaboración de las víctimas potenciales y actuales del delito, lo que ha sido destacado en numerosos Congresos Internacionales y, en especial, por los organizados periódicamente por las Naciones Unidas para la Prevención del Delito y el Tratamiento del Delincuente.

una donación de 20 millones de dólares a la *Harvard Business School* para investigar y enseñar ética empresarial”⁸⁵.

Cabe destacar, a propósito del mismo delito, el desarrollo de mecanismos de autorregulación, en especial a través de la elaboración de códigos de conducta así como de las llamadas “murallas chinas”⁸⁶. En relación a los primeros, numerosas “empresas y firmas de servicios (bufetes de abogados, bancos de inversión, etc.) han elaborado códigos de conducta”^{87, 88}. Las “murallas chinas”, a su vez, apuntan a “separar los compartimentos donde fluye la información en el interior de una sociedad”⁸⁹. Valiosos esfuerzos al respecto han sido desarrollados por la Asociación Holandesa de Bancos así como por diferentes organizaciones profesionales británicas (*The securities Association, Financial Intermediaries Managers and Brokers Regulatory Association, Association of Future Brokers and Dealers e Investment Management Regulatory Organisation*)⁹⁰.

En la prevención secundaria reviste gran importancia la detección temprana de los delincuentes, la que, en general, no es fácil tratándose de los delitos económicos, muchos de los cuales se ocultan bajo una aparente legalidad⁹¹. En este ámbito, la restricción en el acceso a la información y el reforzamiento de los controles internos de la empresa destinados a evitar un mal uso de la misma pueden resultar útiles. El impedir o hacer más difícil la actividad criminal

⁸⁵ Melé, Domènec, *op. cit.*, 3.

⁸⁶ Entre los esfuerzos transnacionales destaca, por ejemplo, la Recomendación 77/534/CEE de la Comisión Europea, de fecha 25 de julio de 1977, sobre un Código de Conducta Europeo relativo a las transacciones de valores mobiliarios, el cual destaca el valor de la información necesaria para la existencia de un mercado transparente, la importancia de evitar los conflictos de intereses, la necesidad de una igualdad de trato y de oportunidades para la credibilidad del mercado, etc. (Para mayores detalles, ver Izquierdo, Mirian, “Los Mercados de Valores en la CEE (Derecho Comunitario y Adaptación al Derecho Español)”, Editorial Civitas S.A., Madrid, 1992, 54-59).

⁸⁷ El tema de la moralización del campo económico-financiero ha sido latamente desarrollado por Delmas-Marty, quien es una decidida partidaria de los Códigos de Conducta, los cuales se ajustan mejor a las rápidas mutaciones del mundo de los negocios, permitiendo un mejor control de ilícitos posibles y favoreciendo el cumplimiento de sus estándares al ser ellos el resultado de una autorregulación (Ver Herrero Herrero, César, *op. cit.*, 576).

⁸⁸ Melé, Domènec, “Información Privilegiada”, *op. cit.*, 3.

⁸⁹ Ruiz Rodríguez, Luis Ramón, *op. cit.*, 173.

⁹⁰ Para conocer mayores antecedentes sobre la emergencia y desarrollo del sistema de los códigos de conducta y de las “murallas chinas”, ver Fernández de Araoz-Acebo, “Las Normas de Conducta en el Derecho del Mercado de Valores”, Instituto de Estudios Económicos, Madrid, 2000; y Teweles, Richard y Edward Bradley, “The Stock Market”, John Wiley & Sons Inc., USA, 1998.

⁹¹ Giddens, Anthony, “Sociology”, Polity Press, United Kingdom, 1997, 203.

así como el limitar los daños de las actividades ilícitas demanda, a su vez, el establecimiento de una red eficaz entre los distintos subsistemas del Sistema de Administración de Justicia⁹².

Finalmente, es dudoso que el tercer nivel de prevención sea de particular utilidad tanto por la naturaleza de la sanción a aplicar⁹³ así como por las insuficiencias de los sistemas de prisiones.

VII.3. En la **etapa de investigación del delito** es importante disponer de suficientes recursos humanos y materiales para así poder investigar adecuadamente los posibles ilícitos derivados de la adulteración, el mal uso u ocultamiento de la información técnica a considerar en las decisiones de venta y o en las condiciones de las transacciones. Se ha destacado, en particular en relación con los ilícitos vinculados a la información reservada y privilegiada, la necesidad de formación de los fiscales, policías, jueces y demás funcionarios a cargo de la investigación de tales ilícitos, destinada a conocer, entre otras materias, las técnicas de ocultamiento, *modus operandi* y constantes criminológicas propias de estos delitos.

Resulta relevante el “establecer o potenciar mecanismos de seguimiento y vigilancia de las cotizaciones, informando de inmediato cuando se produzca una evolución anormal en la cotización de valores”⁹⁴. Para ello la capacitación de personas idóneas así como el uso de tecnología computacional de vanguardia resulta imprescindible. En tal sentido, la cooperación jurisdiccional y policial en los niveles nacional e internacional resulta muy relevante⁹⁵.

La preocupación por el tema coincide con un endurecimiento general —en Europa y Estados Unidos— de la normativa y de las actuaciones de las autoridades para poner coto a estas prácticas irregulares, “que se han visto favorecidas por el acceso masivo del pequeño inversor a las bolsas, por la multitud de operaciones de fusiones y adquisiciones y ofertas de venta de acciones y por el desarrollo de Internet”⁹⁶.

⁹² Ver Peña González, Carlos, “Informe sobre Chile”, publicado en Correa Sutil, Jorge (coordinador), “Situación y Políticas Judiciales en América Latina”, Cuadernos de análisis jurídico, serie publicaciones especiales, Universidad Diego Portales, Santiago, 1994.

⁹³ Ver punto VII.4.

⁹⁴ Melé, Domènec, *op. cit.*, 4.

⁹⁵ Herrero Herrero, César, *op. cit.*, 560.

⁹⁶ Gómez, Carlos, *op. cit.*

VII.4. Dentro de la **etapa de sanción del delito**, se menciona la importancia de endurecer las penas en contra de quienes participen en los ilícitos en análisis y, en particular, en los que resulten de la filtración o aprovechamiento de la información reservada y privilegiada estableciendo, de esta forma, condenas proporcionales a la gravedad de los delitos económicos, desvirtuando así la tradicional lenidad con que son normalmente tratados los responsables de tales ilícitos por el sistema jurídico^{97, 98}. En este punto es importante señalar que, según algunos autores, no necesariamente las sanciones más efectivas son las penas corporales^{99, 100}, recomendándose, a pro-

⁹⁷ Melé, Domènec, *op. cit.*, 4.

⁹⁸ Para mejor entender la lenidad del sistema legal y judicial para con los delincuentes de cuello blanco, resulta útil revisar las conclusiones de numerosos psicólogos recogidas por Sanchís Mir y Garrido Genovés, quienes destacan que "tanto por el poco interés que despiertan estos delitos en el público, sobre todo cuando no se descubren importantes daños físicos, como por las posibilidades que tienen estos delincuentes de mantener oculta su acción y como grupo modelar la ley y la opinión pública, estos delitos quedan la mayor parte de las veces sin sancionar. La importancia del estatus de estos delincuentes en todo el proceso legal queda de manifiesto por el hecho de que las mayores sanciones y persecuciones se producen en épocas de crisis o recesión económica, cuando su reputación desciende en la sociedad" (Sanchís Mir, J.R., y Garrido Genovés, V., "Delincuencia de cuello blanco", I.E. de P., Madrid, 1987, 117).

⁹⁹ A propósito de las penas corporales, es criticable la manifiesta falta de uniformidad existente en el Derecho Comparado en la sanción de ilícitos como el mal uso de la información privilegiada. En Japón la sanción máxima por este concepto es de seis meses, en tanto que en Estados Unidos puede llegar a diez años (Ruiz Rodríguez, Luis Ramón, "Protección Penal del Mercado de Valores", Tirant Lo Blanch, Valencia, 1997. *Op. cit.*, 189).

¹⁰⁰ Dentro de este tema es importante destacar la ampliación del sujeto activo de tales ilícitos por, a más de lo señalado en las notas a pie de página N^{os} 5 y 6, la incorporación en él de las personas jurídicas. La responsabilidad penal de las personas jurídicas ha sido objeto de estudio en numerosos foros penales. Sus sanciones posibles consideran la disolución, la suspensión temporal de operaciones, la aplicación de multas penales, la reparación del daño criminal, la publicación de la sentencia y el comiso. La responsabilidad penal de las personas jurídicas ha sido considerada en forma expresa en algunos países, como Holanda, para el caso del mal uso de la información privilegiada (Ver, entre otros, Barbero Santos, Marino, "¿Responsabilidad Penal de la Empresa?", publicado en Arroyo Zapatero, Luis y Tiedermann, Klaus, "Estudios de Derecho Penal Económico", Universidad de Castilla La Mancha, 1994; Boisvert, Anne-Marie, "Document de discussion sur la responsabilité pénale des personnes morales", Conférence pour l'harmonisation des lois au Canada; Chichizola, Mario, "Responsabilidad Penal de las Personas Jurídicas", publicado en Enciclopedia Jurídica OMEBA T. XXIV, Bibliográfica OMEBA, Buenos Aires, 1967; Onfray Vivanco, Arturo, "Reflexiones en torno a la Responsabilidad Penal de las Personas Jurídicas", publicado en Revista de Derecho del Consejo de Defensa del Estado, Año 2 N^o 1, Santiago, 2001; Righi, Esteban, "Derecho Penal Económico Comparado", Editorial Revista de Derecho Privado, Editoriales de Derecho Reunidas, Madrid, 1991. *Op. cit.*, 10; Righi, Esteban, "Los Delitos Económicos", Ad-Hoc S.R.L. Villela Editor, Buenos Aires, 2000. *Op. cit.* 13; Silva Fernández, Pedro, "La Responsabilidad Penal de las Personas Jurídicas", publicado en Revista de Ciencias Penales, Año IV, Tomo IV, N^o 21; y Tiedermann, Klaus, "Responsabilidad Penal de Personas Jurídicas y Empresas en Derecho Comparado", publicado en Revista Peruana de Ciencias Penales N^o 6, Lima, 1998).

pósito de la información reservada y privilegiada, enfocarse casi exclusivamente en las multas muy altas¹⁰¹, las cuales pueden tener naturaleza penal o administrativa^{102, 103}.

En forma adicional a las penas corporales y a las multas, es necesario tener presente la necesidad de desarrollar mecanismos adecuados para hacer efectivas las responsabilidades civiles derivadas de los ilícitos en análisis, ya se trate de una posible restitución de lo percibido indebidamente o de la indemnización de los daños causados¹⁰⁴.

A más de lo anterior, el desarrollo de un Poder Judicial transparente, eficaz y eficiente, resulta ser un elemento esencial en la investigación y en el establecimiento de sanciones oportunas y justas¹⁰⁵. La transparencia y eficacia del sistema judicial, a su vez, se conecta con el ámbito de la prevención, generando de este modo un proceso de naturaleza circular.

En los estudios desarrollados por la Escuela del Análisis Económico del Derecho existe una creciente preocupación en orden a considerar "cómo las doctrinas jurídicas y procedimientos judiciales afectan el comportamiento social fuera del sistema judicial"¹⁰⁶. Si los sistemas judiciales no son transparentes, eficientes y eficaces, la gente no se siente obligada a cumplir la ley. En efecto, un sistema judicial oscuro, sin transparencia y con altos

¹⁰¹ Lo anterior ha sido sugerido por el Premio Nobel de Economía Gary Becker.

¹⁰² La Ley N° 18.045, además de la sanción administrativa consistente en una multa, contempla otras posibilidades, por ejemplo, las señaladas en sus artículos 14 y 15, los que consideran la cancelación de la inscripción de un valor en el Registro de Valores.

¹⁰³ La sugerencia anterior genera, eso sí, posibles aprensiones, al constituir una señal que aparentemente viene a reforzar la tradicional lenidad del sistema legal y judicial referida en el punto 98, a lo cual cabe agregar todos los eventuales problemas operativos que derivan de la aplicación de una multa, los cuales no hacen de ella un mecanismo disuasivo y punitivo siempre eficaz y eficiente.

¹⁰⁴ Ruiz Rodríguez, Luis Ramón, "Protección Penal del Mercado de Valores", Tirant Lo Blanch, Valencia, 1997. *Op. cit.*, 180.

¹⁰⁵ Se ha sugerido por diversos autores: (1) la conveniencia de establecer jueces y fiscales en materia de delitos económicos y (2) regular la aportación de los instrumentos de prueba en una forma que resulte armónica con la complejidad de los ilícitos investigados (Ver Herrero Herrero, César, "Los Delitos Económicos. Perspectiva Jurídica y Criminológica", Ministerio del Interior, Secretaría General Técnica, Madrid, 1982. *Op. cit.*, 629 y 635).

¹⁰⁶ Garber, Steven, "Tort Liability and Economic Performance: Research Challenges", publicado en Malcolm Rowat, Walled H. Mallik y Maria Dakolias, "Judicial Reform in Latin America and the Caribbean", World Bank Technical Paper N° 280, Washington D.C., 1995, 29.

niveles de ineficacia e ineficiencia estimula el incumplimiento de los deberes legales¹⁰⁷.

Junto a la labor que le cabe al Poder Judicial, se hace necesario destacar el trabajo desarrollado por los organismos auxiliares y colaboradores de la Administración de Justicia, en particular aquellos vinculados con los delitos en análisis¹⁰⁸.

En Chile la Superintendencia de Valores y Seguros tiene importantes funciones de fiscalización en relación al funcionamiento del mercado bursátil, según lo señala el artículo 3° del D.L. N° 3.538, las cuales se han visto enriquecidas a partir de la creación, el 31 de octubre de 2001, de la División de Investigación en materia de información privilegiada y conflictos de interés¹⁰⁹.

Dichas actuaciones deben ser robustecidas con la labor de otros organismos, los que actúan ya no en el nivel administrativo, sino en el penal propiamente tal, entre ellos el Ministerio Público y el Consejo de Defensa del Estado¹¹⁰.

¹⁰⁷ El reconocimiento de tal imperfección es destacado incluso en países altamente desarrollados. Ver, al respecto, Giddens, Anthony, "Sociology", Polity Press, United Kingdom, 1997. *Op. cit.*, 207.

¹⁰⁸ En Estados Unidos, la Securities and Exchange Commission (SEC) "lleva más de un año endureciendo las normas sobre información privilegiada, manipulación de precios y ocultación de hechos relevantes" (Gómez, Carlos, "Operaciones Privilegiadas", El País, 27 de mayo de 2001. *Op. cit.*). En España, en tanto, existe la Unidad de Vigilancia de los Mercados de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), la cual ha efectuado, en los años 1998-2000, más de 2.000 requerimientos y unas 150 investigaciones (un 45% por supuestos de información privilegiada y casi un 30% por manipulación de cotizaciones y ha impuesto multas por un importe de 25.626,7 millones de pesetas) (Gómez, Carlos, "Operaciones Privilegiadas", El País, 27 de mayo de 2001. *Op. cit.*).

¹⁰⁹ La referida División de Investigación está, a fines del año 2001, en etapa de organización, por lo que no es posible aún evaluar los resultados preliminares de su gestión.

¹¹⁰ En los delitos que atentan contra el Orden Público Económico puede intervenir el Consejo de Defensa del Estado más aún si el interés de este no es sólo estrictamente monetario o fiscal, principalmente a partir de la Ley N° 19.202, la que, como se destaca en sus antecedentes, "propone ampliar la competencia en el ámbito penal, para poder intervenir en cualquier proceso para defender los intereses del Estado, y no sólo el patrimonio como sucede actualmente" (Sesión N° 91 de la Comisión de Constitución, Legislación y Justicia de la Cámara de Diputados, celebrada el 13 de noviembre de 1991, 8). En efecto, ella busca "ampliar las atribuciones del Consejo para que pueda intervenir en aquellos asuntos penales en que estén comprometidos los intereses de la sociedad; llenar el vacío que existe en la legislación actual en que ningún organismo público tiene la misión de llevar a cabo, en forma sistemática y organizada, una política judicial en materia criminal, y permitir una adecuada defensa de los intereses públicos más allá de los aspectos puramente patrimoniales" (Informe de la Comisión de Constitución, Legislación y Justicia sobre el Proyecto de Ley que modifica el Decreto Ley N° 2.573, Ley Orgánica del Consejo de Defensa del Estado y la Planta de Personal de dicho Servicio, Boletín N° 501-07-1 de la Cámara de Diputados, 5).

VIII. A MODO DE CONCLUSIÓN

La importancia de la información en las transacciones de valores es reconocida en numerosas disposiciones de la Ley de Valores, modificada recientemente por la Ley N° 19.705.

No resulta extraño, entonces, que varios sean los ilícitos contra la información en las transacciones de valores tipificados por el legislador, entre ellos la adulteración, el mal uso y el ocultamiento o revelación indebida de la información –ordinaria, esencial, reservada y privilegiada– a considerar en las decisiones de venta o en las condiciones de los actos mercantiles.

La sanción penal de tales ilícitos, considerados delitos de peligro, busca resguardar el Orden Público Económico en general, así como varios otros bienes jurídicos específicos en los cuales aquél se concreta. Entre estos destacan la buena fe comercial, la fe pública, la transparencia de los mercados y la protección de los accionistas minoritarios.

La necesidad de resguardar la información en los mercados de valores ha sido reconocida en diversos países, los cuales han combatido en forma decidida las figuras que atentan contra ella, siendo así, en especial, en el caso de la información privilegiada. En el Chile actual es posible apreciar el comienzo de un camino armónico con tales propósitos, el que exige revisar y mejorar los mecanismos de prevención, investigación y sanción de los ilícitos contra la información en las transacciones de valores, para así favorecer la construcción de un país desarrollado en lo cultural, económico y social.