

# LA FICCIÓN DEL INJUSTO DEL DELITO DE USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA<sup>1</sup>

GONZALO GARCÍA PALOMINOS  
*Universidad de los Andes*

## I. INTRODUCCIÓN

(a) Muchas gracias la ponencia que presentaré dice relación con un problema general y bastante frecuente en los delitos económicos, esto es la construcción de un injusto en base a una “ficción”, si por ficción entendemos “sucesos imaginarios o fingidos”. Probablemente el título puede ser polémico o algo confuso. Cuestión que debo explicitar.

El año 1975 B. Schönemann publicó un famoso artículo titulado “Moderne Tendenzen in der Dogmatik der Fahrlässigkeits- und Gefährdungsdelikte”, en: JA 1975 (JA-Juristische Arbeitsblätter) (Tendencias modernas en la dogmática de los delitos culposos y delitos de peligro) en que denunciaba una construcción ficticia de varios grupos de delitos, entre ellos varios delitos de peligro abstracto. Por cierto, el contexto en que se escribe dicho artículo es bastante diferente al actual, en que contamos con sendos trabajos dedicados a los delitos de peligro (abstracto) y un desarrollo extenso respecto al derecho penal económico, y, por lo mismo, dicho trabajo no tenía por objetivo agotar la discusión, sino más bien comenzarla. Luego vinieron desde los años 90 los trabajos de habilitación de Kindhäuser, Wolter, Wohlers y, finalmente, el de Hefendehl el año 2001, así como una gran cantidad de trabajos en lengua española, sobre los delitos de peligro y bienes jurídicos colectivos, todos trabajos que dan cuenta de cierto malestar de la doctrina a la forma ficticia o inexacta de construir las estructuras típicas, lo que incluían ciertas denuncias a la dogmática penal. Lo cierto es que ni las denuncias de los años 70 ni las posteriores han disminuido el importante grado de ficciones en la construcción de los discursos penales y en la dogmática actual de la parte especial.

---

<sup>1</sup> Esta ponencia corresponde a parte de una investigación que, al momento de su presentación en las XI Jornadas de Derecho Penal y Ciencias Penales, aún no se encontraba publicada y, por lo tanto, fue en dicha instancia sometida a crítica. El texto final, con toda su extensión y el rigor científico se encuentra publicado en: GARCÍA PALOMINOS, Gonzalo, La idealización y la administrativización de la punibilidad del uso de Información Privilegiada. Un análisis de los discursos penales en la doctrina chilena, en *Política criminal*, vol. 10, N° 19 (2015), pp. 119-158.

Si bien no comparto las soluciones que provee Schünemann a muchos de los problemas, entre otros, el surgimiento de los llamados delitos con bien jurídico intermedio espiritualizados (cuyo real entendimiento en realidad es consecuencia de obras muy posteriores de sus discípulos Hefendehl y Hörnle, pero que aun personalmente me cuesta comprender), sin embargo, esta ponencia es consecuencia de cierta influencia de aquel malestar inicial manifestado por dicho autor.

En esta ponencia intentaré, sobre la base de un análisis de los discursos de la doctrina chilena, probar que, en el caso del delito de uso de información privilegiada, dicha construcción dogmática también conlleva a una configuración ficticia del injusto, debido a “una idealización tanto del bien jurídico como de la relación de lesividad social entre la conducta y bien jurídico”, que no es más que un encubrimiento de una amplia tolerancia a la administrativización del derecho penal económico.”.

(b) El problema que pretendo plantear no es simple de comprender y se explicará recurriendo a un clásico ejemplo del derecho civil y expuesto por Cicerón en su libro “De los Deberes” (de los Oficios):

*Se trata de un caso en que un sujeto honesto lleva víveres en su barco desde Alejandría a Rodas, en un contexto de escasez y hambre en esta última. El sujeto posee la información, por él obtenida gracias a su observación, de que junto a él han partido otras naves con trigo en dirección al mismo puerto de Rodas. La interrogante que se hace Cicerón es la siguiente: ¿debía el sujeto honrado informar de las condiciones del mercado a sus contrapartes o puede callarse y vender su trigo al mejor precio posible?; ¿estará obligado él a decir a los rodios todo aquello que a ellos les podría interesar? Nosotros podemos agregar a dicha interrogante, pero esta vez en sentido negativo, la siguiente: ¿estaba prohibido a dicho hombre honesto aprovecharse de sus ventajas informativas? Tanto para Cicerón, en la respuesta de Diógenes, como para la literatura civil moderna, la negociación contractual parte del supuesto que cada parte cautela su propio interés y, por lo mismo, la existencia de especiales deberes positivos de informar o negativos de abstenerse de utilizar la ventaja informativa en beneficio propio son excepcionales y provienen principalmente de deberes legales o de la buena fe contractual.*

En el derecho penal, a nivel internacional, tanto Kindhäuser en Alemania –haciendo un símil al mercado de automóviles usados– como Green en Estados Unidos –haciendo lo propio en la compra de un cuadro en un mercadillo– se formulan la misma pregunta: ¿por qué si, en general, no existe un deber de no beneficiarse de las ventajas informativas para un negocio común, en cambio, en el mercado de valores se entiende como un injusto (administrativo y penal) usar una información no conocida por las contrapartes? ¿Qué fundamenta este deber? Pero aún más importante: Existiendo efectivamente dichos deberes ¿qué legitima la intervención del derecho penal en dicho ámbito?

En esta ponencia intentaré, sobre la base de un análisis de los discursos de la doctrina chilena, probar que en el caso del delito de uso de información privilegiada,

las respuestas a las interrogantes anteriormente formuladas, la doctrina “penal” ha desarrollado una construcción dogmática que conlleva a una configuración ficticia del injusto, debido a “una idealización tanto del bien jurídico como de la relación de lesividad social entre la conducta y bien jurídico”, que no es más que un encubrimiento de una administrativización del derecho penal económico”.

## II. PROBLEMA GENERAL

Los dos presupuestos metodológicos generales sobre los cuales trabaja la literatura penal mayoritaria en la reconstrucción material del desvalor de las conductas penales –dañosidad social y proporcionalidad– confluyen en el llamado principio de exclusiva protección de bienes jurídicos. Dicha literatura ha sostenido, a modo general, que el derecho penal se legitima materialmente por sancionar conductas sólo cuando el ejercicio de la autonomía personal traspasa y afecta la autonomía ajena (dañosidad social o principio de lesividad) y, adicionalmente, en la medida que el valor de los intereses afectados de dicha autonomía ajena y el desvalor de la conducta logren justificar la intensidad de la sanción “penal”. Por cierto, base de la metodología es el anclaje en la realidad social de las valoraciones, esto es tanto de las conductas y sus efectos y del bien jurídico.

De estos postulados se extraen no sólo consecuencias a nivel político criminal (criminalización o descriminalización), sino también a nivel metodológico y dogmático.

Dicha función dogmática permite en términos generales una interpretación teleológica de sus elementos y una reconstrucción material del desvalor de la conducta, pero por sobre todo, hoy sabemos que también permite la cualificación penal de la mera ilicitud (esto es, permite entre otros elementos, la transformación del ilícito prepenal en un injusto penal). Dicha función es consecuencia, por un lado, de que, a diferencia de las normas de sanción introducidas en el ámbito civil, comercial o administrativo con objetivo regular u organizar ciertos ámbitos de relaciones humanas, en el derecho penal su aplicación afecta de la manera más intensa los derechos e interés relevantes de las personas.

Dicho proceso de reconstrucción del injusto penal y de cualificación del injusto según la metodología propuesta por el principio de lesividad social, como ya se ha dicho, no resulta ser simple de desarrollar en algunos grupos de delitos cuyo objeto de valoración positiva –representativo de la autonomía ajena– está configurado normativa o institucionalmente. El problema se presenta aún más complejo en los delitos del llamado derecho penal económico (en sentido estricto), caracterizados por su estrecha relación de accesoriedad con el derecho privado y cuyo principal objetivo es proveer orden y estabilidad a ciertas interacciones humanas y, con ello, proteger la funcionalidad de uno o varios subsistemas económicos.

La dificultad –desde el punto de vista de reconstrucción del injusto penal desde esta metodología clásica– radica en la constante inclinación de la literatura

penal por identificar en los fines ideales del derecho económico y administrativo sancionador, esto es, en el funcionamiento general y macro de ciertas instituciones económicas, el mismo objeto de valoración positivo que permite la reconstrucción valorativa y cualificación del injusto en el DP.

En el caso de la literatura chilena, dicha inclinación termina por desvincularse absolutamente con la realidad social; ya no sólo por proteger funcionalidades macro de los sistemas, sino además porque sus discursos están muy lejanos a la configuración de dichos sistemas.

### III. EL PROBLEMA ESPECÍFICO: DELITO DE ABUSO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

En efecto, la doctrina penal chilena relativa al delito de uso y divulgación de información privilegiada, sancionados en Chile penalmente en la Ley de Mercado de Valores N° 18.045 de 1981 (art. 60 e), g) y h)), se ha desarrollado sólo en los últimos 15 años, siendo coincidente con la última fase de modernización del mercado de valores. No se trata de una fase pacífica de trabajos dogmáticos. Se puede señalar que la reconstrucción valorativa del injusto penal de estos delitos propuesta durante esta fase, discurre sobre una doble tensión:

Una primera es una tensión respecto al modelo de protección y, una segunda, se trata de una *tensión metodológica* relativa a la naturaleza y contenidos de los deberes que fundamentan el injusto:

Ambas tensiones deben ser aquí analizadas:

1) El primer punto en tensión dice relación con el modelo de protección. Las tesis se tensionan según si la prohibición se basa en que la conducta es lesiva para intereses individuales o colectivos. En trabajos anteriores, sin embargo, se ha demostrado tanto desde una perspectiva histórica como sistemático-normativa que la regulación chilena ha sufrido un cambio paulatino desde un modelo de protección individual (*fiduciary duty theory*, *misappropriation theory* y el modelo de protección patrimonial) a uno institucional (colectivo). Con ello, se ha optado por rechazar el fundamento de los deberes positivos y/o negativos relativos a la información relevante desde la idea de fraude o engaño por vulneración de deberes fiduciarios de un sujeto que ha recibido la información perteneciente al emisor. También se ha rechazado que la fundamentación esté radicada en un deber negativo de no lesionar el patrimonio de la contraparte anónima del Insider en la transacción, principalmente por la inexistencia de una relación de causalidad entre el uso de información privilegiada y la decisión de compra o venta de valores por parte del inversor “contraparte anónima”. Así las cosas, las normas de conducta y de sanción, como las que son objeto del presente análisis, sólo cumplirían en este modelo institucional la función de proteger la capacidad de funcionamiento de dichos mercados y con ello el deber provendría de una necesidad institucional. En esto, la literatura mayoritaria está de acuerdo.

Este modelo institucional mayoritario, sin embargo, propuesto en la literatura chilena discurre sobre un mismo eje: la funcionalidad del “mercado de valores”. Unas y otras se diferencian sólo en la acentuación de sus diversos aspectos representativos. Mientras para unas el aspecto funcional o funcionamiento general del mercado debe ser puesto en relieve, otras acentúan alguna condición o presupuesto concreto esencial para dicha funcionalidad del sistema, como la confianza en el mercado de valores o la igualdad, el igual acceso a la información, la transparencia del mercado, etc.

La literatura chilena mayoritaria, en efecto, ha optado por entender que el bien jurídico protegido en los delitos de uso de información privilegiada es la fe pública o la confianza en el mercado de valores o en la igualdad de acceso a la información relevante, conceptos que se toman como sinónimos. Esta tendencia encuentra su sustento en los fundamentos provistos por el propio legislador, en el sentido que, por medio de la prohibición del uso de información privilegiada y su sanción, se busca, por un lado, evitar la discriminación en el conocimiento de la información y cumplir así el objetivo de una participación igualitaria de oportunidad en la información, y por otro, dar una mayor confianza al inversionista en general en la institución del mercado de valores. En relación a este último punto, se destaca que sería la principal característica de los mercados de valores la búsqueda constante de la protección de la fe o confianza pública.

Según la literatura chilena y los fundamentos del legislador, la protección de la confianza o fe pública sería consecuencia de entenderla como principal condición para el adecuado funcionamiento del mercado de valores.

Sin embargo, respecto a la configuración de la confianza, la literatura no es clara. Esto, porque lo único respecto de lo cual hay una coincidencia es en que la confianza es “la base de las relaciones humanas” y, particularmente, de las relaciones jurídico-económicas. No obstante lo anterior, esta es entendida como una confianza subjetiva y personalizada, es decir, como un estado psicológico “de los inversores” en orden a creer en las condiciones mínimas de participación en un sistema – así, la definición entregada por la CA de Santiago en fallo de fecha 8 de julio de 2004 en su considerando N° 19. Otros, la entienden intitucionalizada, así Canales la concibe como “la garantía dada a estos de que negociarán en igualdad de condiciones y que estarán protegidos contra el uso ilícito de la información privilegiada, considerando que las operaciones con información de este carácter, que suponen ventajas para ciertos inversores, deterioran esta confianza y entorpecen así ese buen funcionamiento”. Si el Estado, un sistema o el cumplimiento de las normas de conductas o deberes institucionales son los garantes de dicha igualdad de oportunidades, sin embargo, tampoco queda claro y es dejado sin explicación.

Aunque no del todo autónomas a las propuestas anteriores, surgen aquellas que proponen identificar como bien jurídico sólo al “correcto funcionamiento del mercado de valores”, entendido este como el funcionamiento imperfecto derivado

de incumplimiento de las normas que forman el modelo ideal de funcionamiento. Así, por ejemplo, la pérdida de confianza derivada de la vulneración de expectativas de transparencia o igualdad (simetría informativa) traería como consecuencia, en palabras de Salah, un alza del valor del capital para las compañías y una menor liquidez por la menor confluencia de inversionistas. Mientras que, para una segunda orientación, el efecto incidiría en mayor transparencia en el mercado de capitales.

En consecuencia, si bien el modelo institucional mayoritario no se manifiesta uniformemente, lo claro es que entiende como protegido (en el ámbito económico y penal) aspectos macroinstitucionales del mercado de valores entendido como una institución única y homogénea, que se verían dañados o lesionados por conductas disfuncionales a este, principalmente, por la vulneración de expectativas de los inversores.

(bb) La segunda tensión, la metodológica, se produce entre quienes promueven una reconstrucción del injusto penal del uso de información privilegiada según la necesidad de preservar un bien jurídico institucional de conductas disfuncionales (deber negativo general) o, por el contrario, según la necesidad de “asegurar” (penalmente) la contribución o colaboración de ciertos agentes del sistema en la configuración, existencia o buen funcionamiento de la institución (deber positivo especial).

La primera de ellas, deviene de un modelo de injusto general concebido como vulneración del deber general de no dañar a otro (*naeminem laedere*) por medio de conductas que extralimitan el ejercicio de la libertad económica –la de invertir y utilizar la información que se posee–, afectando el bien jurídico representativo de la autonomía ajena, en este caso institucional. No obstante lo anterior, a diferencia de lo ocurrido con los modelos individualista, la relación de lesividad no es consecuencia directa de la conducta individualmente considerada, sino de un fenómeno lesivo macrosocial y acumulativo.

La tesis clásica anterior entra en directa tensión con aquella que intenta reconstruir el injusto del uso de información privilegiada desde la vulneración de deberes positivos o de colaboración en un contexto institucional.

En Chile, Rosas y Piña Rochefort rechazan el paradigma de la agresión, mayoritario en la literatura chilena, y lo sustituyen por el paradigma del “deber de garante”. Estos autores conciben el injusto como una infracción a un deber de colaboración institucional derivada de una posición especial de ciertos sujetos. Ambos autores construyen su modelo de injusto sobre la base de un supuesto deber de garante de la igualdad, con manifestación en el deber de abstención de beneficiarse de las ventajas informativas como base de la colaboración al sistema y no como manifestación de un deber negativo de no dañar a otro o al mercado. Se trata de un deber de colaboración en la configuración del mercado igualitario y funcional –producida directamente por la garantía generada por el cumplimiento de dichos deberes especiales– y surgida de la posición que ocupan ciertos sujetos.

No obstante lo anterior, ni la versión de Rosas ni la de Piña Rochefort dan mayor explicación sobre el origen extrapenal de tales deberes y, en realidad, más bien surge de una deducción que proviene de la norma de sanción administrativa y penal y, por el contrario, más bien surgen dudas respecto a la sistematicidad con la norma del art. 164.

En consecuencia, el núcleo de lo protegido es ubicado en la desobediencia de una norma de conducta institucional y en la consiguiente defraudación de expectativas normativas, sin que una u otra sean portadoras de una especial valoración. En otras palabras, si bien ambas propuestas, de Rosas y Piña, pueden justificar la necesidad de introducir una excepción a la regla general de la libertad de aprovechamiento de las ventajas informativas en el ámbito del mercado de valores, no son capaces de explicar el merecimiento y necesidad de la sanción “penal”.

#### IV. ANÁLISIS CRÍTICO DE LOS DISCURSOS PENALES

Los discursos antes descritos desarrollan justificaciones no sólo a la configuración de sistemas institucionales y su reforzamiento a través de la sanción administrativa, sino también a la criminalización y punibilidad de ciertas conductas en el marco de la interacción en instituciones económicas. Estos, tienen como puntos de partida o la existencia de instituciones económicas que reunirían ciertas características y condiciones de funcionamiento o que garantizarían expectativas normativas que justificarían la pena. Sin embargo, como se intentará explicar acá, dichos discursos penales derivan en déficits de legitimidad ya que no son incapaces de lograr una razonable reconstrucción valorativa “para el derecho penal”, principalmente por su tendencia a idealizar el objeto de protección y la lesividad de las conductas: Adicionalmente, son incapaces de proveer criterios que justifiquen la sanción penal, en el sentido explicado en la introducción, y que distingan el mero “injusto administrativo”, “civil” o “económico” de un injusto penal y, como consecuencia, acepten una homologación de los fines de las distintas ramas del derecho y una administrativización del derecho penal económico.

Aquí, me referiré a dos de los problemas:

##### *1. Idealización del mercado de valores*

(aa) Como ya se ha revisado, los discursos penales –principalmente de las tesis mayoritarias– se caracterizan por identificar y proponer como objeto de valoración positiva la institución “mercado de valores” como si esta constituyera un sistema homogéneo donde se transan unos mismos productos, con mismos niveles de organización y capacidad de funcionamiento, igual capacidad de transparencia o de garantizar unas mismas expectativas informativas como el igual acceso a la información, capacidad de formar correctamente los precios de los valores, etc. La necesidad de limitar la libertad económica, así como de sancionar el aprove-

chamamiento de ciertas ventajas informativas es planteada como una necesidad de protección general al funcionamiento del mercado de valores. Lo anterior, sin embargo, es consecuencia de una tendencia en la doctrina nacional e internacional a generalizar o idealizar el objeto de protección y, con ello, también aparentar una reconstrucción del desvalor de la conducta desde su lesividad social.

El concepto “mercado de valores” es un concepto complejo que abarca un amplio grupo de mercados, submercados, instituciones económicas, sistemas, subsistemas, mecanismos o plataformas de interacción y transacción de valores que persiguen fines y obedecen a estructuras de interacción muy disímiles. Este concepto abarca, entre otros, al llamado *mercado de valores en sentido estricto* que, junto al mercado de dinero, de divisas, de derivados, constituyen parte del mercado financiero. Así, *el mercado de valores en sentido estricto* persigue “la satisfacción de la necesidad por capital de la economía a través de la reasignación del ahorro de los privados hacia los que requieren de capital necesario para desarrollar inversiones empresariales” y sus subsistemas son configurados y evaluados por su capacidad para conseguir tal objetivo (ej. *Allokationsfunktion*), *el mercado de valores en sentido amplio* tiene por objetivo servir al encuentro entre la oferta y demanda por dinero o títulos representativos de este, independiente del objetivo. Estos últimos reciben diferentes niveles de organización, coexistiendo en nuestro país, por ejemplo, mercados de derivados financieros –Forwards o Swaps– que operan como mercados no organizados y con valores no estandarizados con otros mercados de derivados estandarizados, que son transados en plataformas organizadas –como la bolsa de valores– y aseguradas por una cámara de compensación y liquidación de valores organizada, etc.

En efecto, como se demostrará con relativa facilidad, la configuración normativa y estructural de cada mercado de valores cambia según los modos de interacción que el sistema busque incentivar, no siendo posible –como lo ha hecho la literatura nacional acá revisada– generalizar respecto a las capacidades que se le ha querido asignar al mercado de valores, como si se tratara de un sistema único u homogéneo.

Si la finalidad del *mercado de valores en sentido estricto* es desarrollar sistemas alternativos al resto de los mercados financieros que faciliten eficientemente la asignación (*Allokationsfunktion* o *allocative efficiency*) de los flujos de capital de quienes tienen superávit de dinero a aquellas empresas o personas que posean efectivamente la capacidad de desarrollar proyectos, su estructura dependerá de los modos de interacción que posibiliten estos fines. Para aquello, se busca implementar subsistemas que incentiven y permitan al poseedor de dinero invertir su capital con la posibilidad de devengar intereses y ganancias por sobre lo ofrecido por el sistema bancario. El mecanismo consiste, en primer término, en la emisión –por parte de quien tiene un déficit de dinero– de participaciones (ej. acciones) en la empresa o títulos de deudas a mediano o largo plazo (ej. bonos) que son colocados en el mercado y ofrecidos a los que tienen superávit o ahorro de dinero. La estructuración en base a un mercado primario eficiente, que permita la asignación

eficiente de recursos a los que realmente ofrecen mejores proyectos, no es posible sin la creación, a su vez, de un mercado secundario eficiente y confiable que le provea liquidez a dichos valores. Por lo mismo, este mercado configurará subsistemas, plataformas de interacción, sistemas de información y formación de precios regulados u otras unidades funcionales que permitan e incentiven esta forma de interacción. El mercado se organizará, por lo tanto, de una manera tal de garantizar que quien dice tener la capacidad de generar proyectos (empresas o Estados), no sólo informe a su contraparte en la primera colocación de valores (mercado primario), sino que mantenga informado al mercado secundario (inversores) de su estado y de toda información que pueda ser relevante (*mandatory disclosure*) ya que el valor de la parte alícuota en la empresa (acción) o de la deuda de mediano o largo plazo (bonos) transada en el mercado secundario dependerá directamente de dicha información. Lo anterior es consecuencia de un problema capital en este mercado, adicional a la dependencia informativa: la asimetría informativa producida tanto entre los internos al emisor, quienes ejercen funciones institucionales y el resto de los inversores. Dicha asimetría informativa es compensada institucionalmente en los mercados organizados tanto a través de la introducción de normas de conductas y sanción como a través de la configuración de subsistemas –ej. formación de precios regulada o sistemas de información formal– que facilitan la interacción igualitaria. Por lo tanto, la estructura de incentivo, principalmente del mercado secundario, no es un mero producto de las interacciones informales, sino de la organización e institucionalización de dicho mercado y el desarrollo de normas formales o informales de interacción, que traen orden en el quehacer cotidiano, reduciendo o impidiendo la incertidumbre que producen las relaciones humanas.

Pero, como se ha expuesto, paralelamente coexisten entre los mercados de valores otros igualmente organizados, pero que, por perseguir fines diversos, la dependencia informativa puede manifestarse de manera diferente, lo que explica su estructura diferenciada (y no homogénea). Así, por ejemplo, el mercado de derivados recientemente organizado en la Bolsa de Santiago no se configura –aun cuando puede ser también utilizado para aquello– como forma de financiamiento, sino como una forma de generar ganancias a corto plazo por medio de arbitraje o transacción simultánea en dos o más mercados o como negocio especulativo de las fluctuaciones de precios. Así entendido, en dicho mercado de derivados organizado, no sólo las expectativas de seguridad, sino que además la dependencia informativa es diversa. Esto, porque la dependencia informativa relevante depende principalmente del mercado del bien subyacente (ej: soya, jugo de naranja, etc.), en circunstancias que la parte de la dependencia informativa relativa al emisor y tenedor (riesgo de incumplimiento o de crédito de la contraparte) es compensada institucionalmente sea por la Cámara de Compensación (que actúa como contraparte obligada) y que elimina el riesgo de incumplimiento y por las garantías exigidas al emisor antes de transar (depósitos en garantía).

Las expectativas informativas son absolutamente diferentes entre ambos mercados organizados y el posible entendimiento del uso de información privilegiada en este ámbito se puede volver superfluo o, al menos, exigiría que la fuente de la información privilegiada se extienda dudosamente al mercado del bien subyacente.

Adicionalmente, y como ya se ha adelantado, bajo el concepto de “mercado de valores” coexisten también mercados informales y no organizados (aunque supervigilados). Estos se caracterizan porque los agentes que transan valores en él no necesariamente lo hacen sirviéndose de una institucionalidad o sistemas que sean capaces de garantizar niveles de seguridad, de veracidad de la información, formaciones reguladas de precios. En otras palabras, estas otras formas de interacción, aun cuando también son mercado de valores, no siempre estarán en condiciones de garantizar expectativas o las mismas expectativas informativas y, por lo mismo, parece también superfluo hablar respecto de ellos de una misma forma de funcionamiento eficiente o de igualdad de acceso a la información, transparencia o eficiencia en la formación de precios, etc. Esto sucedería, por ejemplo, con el mercado de Swaps o Forwards no organizado en nuestro país.

Así las cosas, es evidente que:

(bb) En consecuencia, en la formulación de propuestas de bien jurídico y de aproximación a la relación de lesividad social como fuente del deber negativo y positivo en la dogmática nacional, sólo es posible extraer una idea “idealizada” y “homogénea” del mercado de valores. Esto, no obstante la realidad demuestra un ámbito de interrelaciones absolutamente heterogéneo, con niveles de dependencia informativa diferente y con niveles de organización donde ni la manipulación de precios ni el uso de información privilegiada tienen un mismo sentido.

El problema se produce, entonces, si consideramos que ni las normas de conductas extrapenal, ni los tipos penales, ni las normas generales que fijan el marco regulatorio general de la Ley N° 18.045 (LMV) parecen definir o limitar en ámbito de relaciones económicas donde tiene sentido la existencia de la prohibición (o el deber) y la norma de sanción:

En efecto, mientras el art. 1° de la LMV en relación con el art. 3° abarca los mercados de todo título de crédito o inversión.

A esto se suma el hecho que la técnica legislativa utilizada en el art. 60 e), g) y h) de la LMV, demanda una concreción por parte del aplicador del derecho y, por lo mismo, el desarrollo de criterios de imputación penal razonables. Esto, porque ninguno de los tipos penales ni los conceptos utilizados en su configuración, permiten seleccionar con meridiana claridad de entre los injustos administrativos aquellos cualificados de relevancia penal. Cuestión diversa sucede, por ejemplo, en el párrafo §38 Abs.1 en relación con el párrafo §14 WpHG alemana (Ley de comercio de valores), en que la técnica legislativa le permite definir expresamente el ámbito de aplicación del tipo penal de uso de información privilegiada. Estas, a diferencia de las normas administrativas, limitan la aplicación de la norma de

sanción penal a transacciones en mercados de valores o plataformas (ej. bolsas de comercio) reguladas, medianamente regulados y supervigilados, ya que son los únicos que pueden asegurar o garantizar altos niveles de transparencia, formación regulada de precios y acceso igualitario a la información .

El problema tampoco es solucionado por los posibles límites que podrían surgir de las normas de conducta pre o extrapenal referidas al uso de información privilegiada (art. 164 y ss. LMV) que, de algún modo, podrían fijar un ámbito de especial aplicación. Sus formulaciones son tan difusas, que tanto desde la perspectiva del círculo de destinatarios de la norma como del ámbito de aplicación económico, pueden ser interpretadas abarcando, en sentido amplio, todo tipo de mercado de valores o, en sentido estricto, sólo el mercado de valores en sentido estricto. Así, por ejemplo, podría abarcar tanto la tesis de Bascuñán que opta por el modelo de la “posesión” de información como generador de deberes en perjuicio del de la “posición privilegiada” en el emisor. Pero también comprende la tesis, por ejemplo, de Vásquez Palma, que desde el modelo de la “posición privilegiada” que interpreta la cláusula “cargo, posición, actividad o relación” desde una perspectiva “societaria” y limitando la fuente de la información al emisor.

Las tesis institucionales relativas a la lesividad social de las conductas propuestas por la doctrina, por su alto grado de idealización o ficción, no logran solucionar este problema ni proveen criterios de concreción de lesividad que expliquen la desvaloración de la conducta (ni menos de imputación personal de injustos culpables) que demanda la técnica de tipificación utilizada. La falta de concreción en la realidad social, sus altos niveles idealización y su tendencia a utilizar conceptos generalizantes atentan contra dicho cometido.

## *2. ¿El injusto del delito de Uso de Información Privilegiada como mera trampa a las reglas del juego o como lesión a subsistemas regulados?*

Otro aspecto de la perspectiva general e idealizada de la literatura y su desatención a la configuración real del mercado de valores (institucionalizado), dice relación con que para entender correctamente la finalidad de las normas de conductas y de sanción en su contexto institucional real sólo se logra atendiendo al modelo de mercado que se busque cristalizar y las formas de interacción económica que se busquen privilegiar institucionalmente. El análisis de dichos modelos y su relación con la prohibición del uso de información privilegiada puede dar luces a los problemas planteados en este trabajo.

Así, por ejemplo, el modelo neoclásico desarrolla un entendimiento del mercado de capitales eficiente bajo el prisma del “inversor racional”. Bajo este modelo se tenderá a configurar sistemas y unidades funcionales que llenen las expectativas del paradigma de la racionalidad (*homo economicus*), en la idea que los inversores poseen un entendimiento del riesgo de sus decisiones. Por lo mismo, bajo esta idea

se introducen normas de comportamiento que establezcan importantes deberes de información, de inscripción en diferentes registros, y, al mismo tiempo, coordina dichos deberes con la implementación de sistemas de flujo información públicos y privados, supervigilancia privada (regulación de la auditoría externa de las empresas) y pública (SVS), etc., logrando mayor eficiencia informativa.

Bajo un sistema de estas características se intentará, por consecuencia, eliminar toda conducta que resulte distorsionadora o disfuncional para dichos fines y que desincentive este especial modo de interacción para un inversor racional. Ej: la prohibición de presentar de información errónea o falsa al mercado o la prohibición de manipular los precios. En este modelo, el injusto del uso de información privilegiada sólo se puede entender desde perspectivas que se orienten a proteger dichos sistemas informativos concretos –no meras normas de conducta aisladas– que garantizan ciertas expectativas informativas de los participantes en el mercado (como la igualdad en el acceso a información con contenidos garantizados de seriedad o el sistema de formación de precios) que se ven afectados por el uso de dicha clase de información.

No sucede lo mismo con el modelo neoinstitucional o teoría de las instituciones económicas, ya que tiende a desmitificar la idea del inversor racional y pone el acento en los comportamientos y relaciones de los participantes en el mercado y entre estas y las normas de conducta y expectativas de estos en el mercado. Esta teoría, como ya se adelantó, incluye aspectos institucionales del mercado que suelen ser ignorados por las teorías neoclásicas, tales como los costos de transacción, la formación de los inversores, los sistemas de control, la confianza en el sistema, etc.

Aquí, por ejemplo, la manipulación de mercado o de precios, así como la presentación de información falsa, no son conductas solamente desvaloradas porque afectan el funcionamiento de un subsistema informativo determinado, sino en razón que afectan la necesaria confianza de los partícipes e inversores en ese mercado. Lo anterior es relevante si se piensa en que un sistema poco confiable será abandonado por dichos inversores, perjudicando su liquidez y, con ello, elevando los costos de transacción. Bajo la configuración de un mercado de valores basado en este modelo ideal, el uso de información privilegiada posiblemente encontrará su justificación y su desvaloración en la capacidad de lesionar la macrofuncionalidad de una institución “organizada”, evitando orientarse a sus microestructuras o sistemas que posibilitan la interacción (ej.: niega problema de eficiencia informativa del uso de inf. priv.).

Este modelo neoinstitucional es tan amplio, para la perspectiva penal, que es capaz –sin mucho esfuerzo– de albergar tesis tan disímiles como el paradigma de la “trampa” de Stuart Green, el paradigma de la “agresión” al funcionamiento del mercado de valores y a la “confianza en la igualdad de acceso a la información” (defendido en Chile o Alemania) y el paradigma del “deber de garante” representado en Chile por Rosas y Piña Rochefort. Precisamente por ello, es que la literatura

penal ha optado, casi de forma unánime por la interpretación irreflexiva por este modelo, no obstante éste no tenga la capacidad de contestar la interrogante sobre el “merecimiento y necesidad de pena”, así como tampoco de proveer criterios para la “reconstrucción del injusto penal” cualificado.

#### V. CONCLUSIÓN FINAL

La literatura mayoritaria acá analizada ha buscado justificar la criminalización y, con ello, reconstruir el injusto (ilícito) del delito de uso y difusión de información privilegiada utilizando discursivamente, aunque no exclusivamente, la metodología de la lesividad de las conductas. Para ello ha optado, sin embargo, siguiendo tesis económicas neoinstitucionales, por orientar dicha reconstrucción desde la macroconfiguración de la institución mercado de valores, es decir, explicar la lesividad de la conducta según su capacidad de afectar el funcionamiento general de dicho mercado o la fe o confianza pública en la igualdad de oportunidades en el acceso a la información. Dicha opción, sin embargo, fracasa rotundamente en la búsqueda de la respuesta, ya que termina por aceptar la configuración ficticia del injusto penal.

Lo anterior, se demuestra en dos aspectos: Administrativización del derecho penal económico y en la aceptación de la Acumulación lesiva o la mera desobediencia como constitutiva del injusto penal.