

BASCUÑÁN, Antonio “El estatus en el derecho chileno de las operaciones con valores realizadas en ejecución de una orden impartida antes de la posesión de información privilegiada y de su cancelación”.

Polít. crim. Vol. 12, N° 24 (Diciembre 2017), Art. 8, pp. 932-996.
[http://www.politicacriminal.cl/Vol_12/n_24/Vol12N24A8.pdf]

El estatus en el derecho chileno de las operaciones con valores realizadas en ejecución de una orden impartida antes de la posesión de información privilegiada y de su cancelación

The status under Chilean law of transactions on securities carried out in implementation of an order issued before the possession of insider information and of its cancellation

Antonio Bascuñán Rodríguez
Abogado - Universidad de Chile
Profesor de Derecho Penal
Facultad de Derecho Universidad Adolfo Ibáñez, Universidad de Chile
a.bascunan@uai.cl

Resumen

El artículo critica la concepción que tiene la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile acerca del estatus de las operaciones en ejecución de órdenes impartidas con anterioridad a la posesión de información privilegiada. Esa agencia sostiene que la prohibición de operar en posesión de información privilegiada impone un deber de cancelar las órdenes impartidas con anterioridad y que su incumplimiento constituye una infracción negligente. El artículo sostiene que la deducción de ese deber es infundada y que la calificación de la omisión de cancelar la orden como infracción negligente es inconsistente. En su lugar, el artículo sostiene que una consideración elemental de racionalidad teleológica y sistémica lleva a la conclusión de que la cancelación o modificación de una orden previa viola la prohibición genérica de uso de información privilegiada y que la mantención inalterada de una orden impartida con anterioridad a la posesión de información privilegiada debe ser considerada como una exención implícita a la prohibición de operar con información privilegiada. Sólo de ese modo puede alinearse el derecho chileno del mercado de valores en la dirección absolutamente dominante en el derecho comparado.

Palabras clave: insider trading, insider non trading, operación en posesión de información privilegiada, operación en uso de información privilegiada, cancelación de operación, defensa de la orden previa

Abstract

The article criticizes the conception that has the Chilean Agency on Securities and Insurance on the status of operations in execution of orders given before the possession of inside information. The agency considers that the prohibition to operate while in possession

BASCUÑÁN, Antonio “El estatus en el derecho chileno de las operaciones con valores realizadas en ejecución de una orden impartida antes de la posesión de información privilegiada y de su cancelación”.

of inside information imposes a duty to cancel the orders issued previously and its noncompliance constitutes a negligent infringement. The article argues that the deduction of that duty is unsound and that the legal description of the failure to cancel the order as negligent offense is inconsistent. Instead, the article argues that an elementary consideration of teleological and systemic rationality leads to the conclusion that the cancellation or modification of a previous order violates the general prohibition of use of insider information and maintaining unaltered an order that was give before the possession of inside information should be considered as an implicit exemption of the prohibition of operate while in possession of insider information. Only in this way can the Chilean law of the securities market be aligned in accordance with the absolutely dominant direction in comparative law.

Key words: insider trading, insider non trading, transaction in possession of insider information, transaction in use of insider information, cancellation of orders, previous order defense

Abreviaturas utilizadas

DAM	“Directiva de Abuso de Mercado” (Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003)
DIT	“Directiva de <i>Insider Trading</i> ” (Directiva 89/592/CEE, del Consejo, de 13 de noviembre de 1989)
DL	Decreto Ley
CP	Código Penal, sin otra indicación, el de la República de Chile
CP-E	Código Penal de España (sin otra indicación, el vigente)
ECJ	<i>European Court of Justice</i> (Tribunal de Justicia Europeo)
FECU.....	Ficha estadística codificada uniforme
LMV-E	Ley de Mercado de Valores de España
LOSVS.....	Ley Orgánica de la Superintendencia de Valores y Seguros (DL 3538, publicado en el Diario Oficial de 23.12.1980, con sus modificaciones posteriores)
PO.....	Prohibición de operar con información privilegiada, en el sentido señalado en la sección 1
POP.....	Prohibición de operar en posesión de información privilegiada, en el sentido señalado en la sección 1
POU.....	Prohibición de operar en uso de información privilegiada, en el sentido señalado en la sección 1 (idéntico a “PUO”)
PU.....	Prohibición genérica de uso de información privilegiada, es decir, no restringida al uso en una operación en el mercado de valores (uso operativo), en el sentido señalado en la sección 1
PUO.....	Prohibición de uso operativo de información privilegiada, en el sentido señalado en la sección 1 (idéntico a “POU”)
RAM	“Reglamento de abuso de Mercado” (Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y el Consejo, de 16 de abril de 2014), en inglés “MAR”
SEA	<i>Securities Exchange Act</i> (Ley [federal] de Mercado de Valores de los Estados Unidos)
SEC	<i>United States Securities and Exchange Commission</i> (Comisión de Mercado de Valores de Estados Unidos)

SVS Superintendencia de Valores y Seguros

Introducción¹

El principal tratado inglés sobre derecho europeo de valores y mercados financieros distingue dos enfoques acerca del *insider trading*:² el macro-enfoque, dominante en el derecho europeo, consistente en considerarlo como un atentado a la integridad y eficiencia del mercado de valores, y el micro-enfoque, característico de la jurisprudencia federal estadounidense, consistente en concebir al *insider trading* como un atentado contra un interés individual correspondiente a una expectativa fiduciaria³.

¹ Este artículo corresponde a la segunda parte de un estudio elaborado como apoyo de un informe en derecho encargado por la defensa jurídica del inversionista sancionado por la Superintendencia de Valores y Seguros en su Resolución Exenta N° 338, de 25 de noviembre de 2015, rectificada por Resolución Exenta N° 339, de la misma fecha. El informe en derecho lleva por título “El estatus de operaciones realizadas en ejecución de una orden previa a la posesión de información privilegiada en la Ley 18.045 sobre mercado de valores”, consta de 111 páginas y adopta la forma de respuestas binarias (sí/no) fundadas a 26 cuestiones jurídicas relacionadas con la materia. La primera parte del estudio corresponde a un examen del derecho comparado del mercado de valores que ha sido publicada previamente en esta Revista: BASCUÑÁN RODRÍGUEZ, “Posesión, uso y explotación de la información privilegiada como presupuestos del *insider trading* en el derecho comparado del mercado de valores”, *Política Criminal*, 12-23 (2017).

² Por *insider trading* o *insider dealing* (esta última es la denominación inglesa) se entiende, en sentido estricto, la operación en el mercado de valores (*trading/dealing*) que hace aquél que posee información privilegiada en razón de una calidad personal especial (*insider*). En sentido amplio, el *trading/dealing* cubre no sólo la operación en el mercado de valores realizada en posesión o uso de información privilegiada, sino la revelación de la información privilegiada y la recomendación de operar; a partir del año 2014, en el derecho común europeo también quedan cubiertas por el concepto la operación realizada por el destinatario de la recomendación, la revelación de la recomendación y la cancelación o modificación de órdenes de operar. Asimismo, en sentido amplio el *insider* abarca no sólo al que tiene una calidad personal especial, sino a todo poseedor de información privilegiada. Para efectos de este artículo no es relevante la cuestión de quién sea *insider*: como hipótesis de trabajo se asume que el análisis siempre se refiere a un destinatario idóneo de la prohibición de *insider trading* según la regulación chilena; tampoco interesa mayormente la calificación como *trading* de la revelación o recomendación. Por el contrario, la calificación de la cancelación de la orden como *trading* o *non trading*, o como caso no especificado de uso de información privilegiada, es su objeto principal de examen.

³ MOLONEY, Niamh, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford: Oxford University Press, 2014, pp. 700-703. Es importante tener presente que entre uno y otro enfoque hay una gran diferencia metodológica. El macro-enfoque es una concepción de política legislativa: es el fundamento de una prohibición explícita del *insider trading*. En cambio, el sentido del micro-enfoque no es político-legislativo sino de interpretación de una disposición que concretamente sanciona el fraude: fundamenta la calificación del *insider trading* como fraude bajo la Regla 10b-5 SEC. Esto, ya sea como frustración de una expectativa fiduciaria de la contraparte en la operación basada en un principio general de responsabilidad fiduciaria (teoría de la igualdad de oportunidades o de la nivelación del campo de juego, sostenida por la SEC entre 1961 y 1980) o bien basada en una relación fiduciaria con el emisor de los valores que se transfiere a la contraparte en la transacción (teoría clásica, desarrollada por la Corte Suprema federal de los Estados Unidos), o por último de una expectativa fiduciaria de la fuente propietaria de la información (teoría de la *misappropriation*, desarrollada por la misma Corte como complemento de la teoría clásica). De ahí que se lo califique como “fraude” en el sentido de una estafa en comisión por omisión (teorías de la igualdad de oportunidades y clásica) o del encubrimiento de una administración desleal (teoría de la *misappropriation*). Al respecto, LANGEVOORT, Donald D., “Rereading Cady, Roberts: The Ideology and Practice of Insider Trading Regulation”, *Columbia Law Review* n° 99 (1999), pp. 1319-1343; BASCUÑÁN RODRÍGUEZ, “Posesión, uso y explotación”, cit. nota n° 1, sección 3.1. Por esta razón es un error compararlos como si pertenecieran a un mismo nivel de referencia: allí donde la regulación tipifica directamente el *insider trading* como operación en posesión o uso de información privilegiada se hacen totalmente impertinentes los criterios

BASCUÑÁN, Antonio “El estatus en el derecho chileno de las operaciones con valores realizadas en ejecución de una orden impartida antes de la posesión de información privilegiada y de su cancelación”.

Desde su *Oficio Circular 2.506, de 10 de julio de 1987, que reitera el alcance del artículo 13° de la ley N° 18.045*, la SVS ha defendido en Chile una concepción del *insider trading* prohibido por la ley sobre mercado de valores como un atentado contra un bien jurídico colectivo. Es decir, ha defendido el “macro-enfoque”. En la defensa de esa concepción la SVS ha tenido que enfrentar la postura adversa a la prohibición del *insider trading* en el plano del análisis económico del derecho, la pretensión de restringir el alcance de la prohibición a infracciones a deberes fiduciarios para con el emisor de los valores, la negativa a reconocer la existencia de una prohibición de operaciones en posesión de información privilegiada como norma de comportamiento distinta de la prohibición de operaciones en uso de información privilegiada y en general estrategias de defensas que ponen énfasis en la necesidad de acreditar condiciones particularmente exigentes de culpabilidad de los destinatarios de los cargos que ella ha formulado. Este artículo comparte la posición de la SVS en todos esos asuntos controvertidos.

Al menos desde 1994 es claro que el derecho chileno sigue inequívocamente la orientación del derecho europeo consistente en establecer un modelo de regulación directa⁴ y abierta o semiabierta⁵ del *insider trading* basada en la comprensión de esta infracción o delito como una operación en el mercado de valores que por su conexión con el conocimiento de información privilegiada constituye un atentado de peligro abstracto contra la confianza de los inversionistas en la integridad del mercado de valores. Ninguna consideración relativa a relaciones fiduciarias del autor de la operación con el emisor de los valores, la fuente de la información privilegiada o la contraparte en la operación juega un rol relevante para la aplicación de las normas en este modelo regulativo⁶. Es bien sabido que esta concepción es

interpretativos de la SEC y la Corte Suprema federal estadounidense antedichos. Para la versión más reciente en Chile de esa comparación impertinente, GARCÍA PALOMINOS, Gonzalo, “Modelo de protección en normas administrativas y penales que regulan el abuso de Información Privilegiada en la legislación chilena”, *Política Criminal* n° 8-15 (2013), pp. 23-63.

⁴ Esto es, que describe al comportamiento específicamente prohibido como una operación en posesión o uso de información privilegiada en vez de subsumirlo bajo el concepto de fraude en conexión con una operación en el mercado de valores. El modelo directo es el universalmente extendido en el derecho comparado; el modelo indirecto es característico de la Regla 10b-5 SEC, establecida en 1948 sin tener por finalidad deliberada la prohibición del *insider trading*. El modelo seguido por la Ley 18045, desde 1981, es el directo. Por esta razón, el hecho de que en Chile se haya pretendido aplicar los criterios jurisprudenciales interpretativos de la Regla 10b-5 SEC a la determinación del sentido y alcance del art. 165 de la Ley 18045 sólo se explica como tergiversación deliberada o grave incomprensión del contexto regulativo de la jurisprudencia estadounidense (al respecto con razón críticamente, GARCÍA PALOMINOS, “Modelo de protección”, cit. nota n° 3).

⁵ Es decir, que alcanza a cualquier poseedor de información privilegiada, o a un poseedor que satisfaga condiciones que no generan un efecto restrictivo intenso del alcance de la prohibición. El derecho chileno presenta la particularidad de que la norma punitiva genérica del *insider trading* (art. 60-g de la Ley 18045) formula menos exigencias relativas a calidades especiales de autor que la prohibición general del *insider trading* como infracción administrativa (art. 165 de la Ley 18045).

⁶ La coincidencia entre la teoría de la igualdad de información o de la nivelación del campo de juego defendida por la SEC hasta 1980 y la concepción del *insider trading* como atentado contra un bien jurídico colectivo es superficial. Como se dijo *supra*, nota n° 3, en el contexto de la postura de la SEC esa teoría justificaba la calificación del *insider trading* como fraude en el sentido de una estafa en comisión por omisión respecto de la contraparte en la operación. Esa calificación es completamente irrelevante para la concepción del *insider trading* como atentado contra un bien jurídico colectivo. Esto es importante para entender contextualizadamente la crítica que formulara en su momento Henry G. Manne al micro-enfoque en su

controvertida en el plano de la teoría económica. La controversia es sin embargo irrelevante para los propósitos de este artículo. Como observa el tratado inglés sobre derecho europeo de valores y mercados financieros antes aludido, ese ha sido un debate de larga duración y escasa conclusividad⁷. En todo caso, la evolución del derecho común europeo, del derecho de los Estados miembros de la Comunidad/Unión Europea y del derecho comparado influenciado por esos sistemas jurídicos es la crónica de la victoria abrumadora de la concepción del *insider trading* como atentado contra un bien jurídico colectivo⁸. El derecho chileno pertenece a esa línea evolutiva: las Leyes 19301 (1994), 19705 (2001) y 20382 (2009) no dejan lugar a dudas a este respecto⁹.

El presente artículo parte de esta premisa y en lo que sigue no destinará esfuerzos para justificarla: el propósito del artículo consiste en demostrar que la doctrina de la SVS acerca del deber de abstención y del deber de cancelar la orden previa a la posesión de información es inconsistente con esa premisa, en el entendido de que dicha premisa es también compartida por la SVS. No se trata, pues, de impugnar las bases más generales de la interpretación del art. 165 de la Ley 18045 que hace la SVS. De lo que se trata es de

versión conforme a la doctrina originaria de la SEC; en su contexto esa crítica equivalía a sostener que una regla como la 10b-5 SEC, establecida para prevenir la manipulación de precios, no puede ser válidamente extendida por vía interpretativa al *insider trading* (MANNE, Henry G., *Insider Trading and the Stock Market*, New York, The Free Press, 1966; el mismo: “In Defense of Insider Trading”, *Harvard Business Review* Nov.-Dec. 1966 pp. 113-122). La formulación generalizada de la tesis de Manne es esgrimida como crítica de política legislativa al macro-enfoque. Su principal representante en la doctrina chilena es RIED UNDURRAGA, José Miguel (2004), “Fundamentos de la prohibición del uso de la información privilegiada en Chile: Una visión crítica”, 31-3 *Revista Chilena de Derecho* 439-463; el mismo: “El caso Consorcio-2 – Banco de Chile: Información privilegiada y potestad sancionadora de la administración”, en: *Sentencias Destacadas – 2005, Anuario de Jurisprudencia del Instituto Libertad y Desarrollo*, Santiago, 2005, pp. 31-44.

⁷ MOLONEY, *EU Securities*, cit. nota n° 3, p. 702.

⁸ Para un vistazo del derecho comparado perteneciente al ámbito de influencia de la legislación inglesa, LOKE, Alexander F., “From Fiduciary Theory to Information Abuse: The Changing Fabric of Insider Trading Law in the U.K., Australia and Singapore”, *The American Journal of Comparative Law* n° 54 (2006), 123-172, especialmente pp. 137 s.; para el derecho español: GÓMEZ INIESTA, Diego José, *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid: McGraw Hill, 1997, pp. 256-319; PRIETO DEL PINO, Ana María, *El derecho penal ante el uso de información privilegiada en el mercado de valores*. Cizur Menor (Navarra): Thompson-Aranzadi, 2004; pp. 133-202; HERNÁNDEZ SAINZ, Esther, *El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*, Madrid: Civitas, 2007, pp. 185-288; VEGA GUTIÉRREZ, José Zamy, *Mercado de Valores en Derecho Penal*. Montevideo: B de f, 2013, pp. 51-194; para una perspectiva europea general: SEREDYNSKA, Iwona, *Insider Dealing and Criminal Law*. Berlin: Springer, 2012, pp. 50-78. Para la validación de la confianza en la integridad del mercado de valores como bien jurídico colectivo HEFENDEHL, Roland, *Kollektive Rechtsgüter im Strafrecht*, Köln: Carl Heymanns Verlag, 2002, pp. 281 ss.

⁹ Para una visión de conjunto, GARCÍA PALOMINOS, “Modelo de protección”, cit. nota n° 3; para una apreciación crítica del mismo autor acerca de lo que él considera una asunción idealizada del macro-enfoque, aunque sin retroceder al micro-enfoque, 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”, *Política Criminal* n° 10-19 (2015), pp. 119-158. Para un examen del bien jurídico protegido por la prohibición de la manipulación de precios y la concepción de ésta como atentado constitutivo de abuso de mercado, con la cual coincide la perspectiva asumida por este artículo, LONDOÑO, Fernando, “Ilícito de manipulación bursátil: fenómeno y lesividad. Aspectos de política sancionatoria”, *Política Criminal* n° 8-15 (2013), pp. 64-126.

BASCUÑÁN, Antonio “El estatus en el derecho chileno de las operaciones con valores realizadas en ejecución de una orden impartida antes de la posesión de información privilegiada y de su cancelación”.

realizar un ejercicio de revisión de una parte específica de su interpretación bajo un estándar de congruencia con su doctrina más general.

La tesis que defiende este artículo es que la formulación del deber de abstención surgida el año 2007 con las Resoluciones Exentas de la SVS N° 306 y 307, de 6 de junio, el *caso LAN*, es intrínsecamente deficitaria y que ese déficit ha impedido a la SVS desarrollar una doctrina de la prohibición de operación en posesión información privilegiada que satisfaga los estándares de racionalidad sistemática y económica dominantes en el derecho comparado. El artículo no discute, por lo tanto, la existencia de esa prohibición como norma de comportamiento independiente de la prohibición de operación en uso de información privilegiada. Cualquiera que haya sido la corrección de su postulación antes de la modificación introducida por la Ley 20382 en el inciso primero del art. 165 de la Ley 18045, desde la entrada en vigencia de esa modificación carece de sentido seguir discutiendo sobre el punto: desde el 1° de enero de 2010 la ley chilena no sólo prohíbe como *insider trading* la operación en uso de la información privilegiada, sino también la operación en posesión de información privilegiada. Esta última es lo que la SVS denomina “deber de abstención”, usando una terminología que tiene equivalentes en la cultura jurídica francesa y española. Lo que está en cuestión es la corrección de su interpretación como una norma de bloqueo irrestricto a los poseedores de información privilegiada, tal como la concibe la SVS y como lo parece a primera vista¹⁰.

En mi opinión, el mayor error de la SVS consiste en considerar que para la protección del bien jurídico colectivo de la (confianza en la) integridad del mercado de valores sólo es sistemáticamente relevante el deber de abstención. Al contraponer en su doctrina únicamente las tres normas del inciso primero del art. 165 de la Ley 18045 la SVS reduce la prohibición de operación en uso de la información privilegiada, consagrada en el inciso segundo de ese artículo, a un caso eventual e innominado de la prohibición genérica de utilización de información privilegiada consagrada en el inciso primero. Esto es lógicamente correcto, pero es profundamente equivocado desde un punto de vista sistemático. La prohibición genérica de utilización de información privilegiada no se orienta exclusivamente a la protección del bien jurídico colectivo que es relevante para el orden del mercado de valores; pero la prohibición específica de operación en uso de información privilegiada sí lo hace. De hecho, esa es la prohibición fundamental de la regulación del *insider trading*. Así lo demuestra su origen en el art. 13 de la Ley 18045 (1981) y lo confirma el derecho comparado.

El atentado de peligro abstracto contra el bien jurídico colectivo de la (confianza en la) integridad del mercado se produce cuando el poseedor de información privilegiada realiza una operación bajo la influencia de esa información. Si no existe una conexión relevante de sentido entre el conocimiento de la información privilegiada y la decisión de realizar (o cancelar) una operación no hay atentado posible contra ese bien jurídico. Por eso, el deber

¹⁰ Así lo he apreciado en BASCUÑÁN RODRÍGUEZ, Antonio, “La regulación de la información privilegiada en el mercado de valores después de la Ley N° 20.382”, en: WILENMANN VON BERNATH, Javier (coord.), *Gobiernos corporativos. Aspectos esenciales de las reformas de su regulación*. Santiago: Abeledo Perrot/Thompson Reuters, pp. 87-138, pp. 114-115.

de abstención no representa en el sistema jurídico chileno la prohibición del atentado de peligro abstracto, sino que constituye una medida preventiva reforzada respecto de ese atentado: inhibe al poseedor (esto es, el conocedor) de información privilegiada de operar en el mercado mientras la información mantenga ese carácter. Así formulada, la norma necesita reconocer excepciones para no trabar el funcionamiento del mercado de valores mediante un efecto inhibitorio indiscriminado. El derecho comparado denomina estas excepciones como “defensas afirmativas” o “puertos seguros”¹¹. Allí donde la legislación no reconoce excepciones a la prohibición de operación en posesión de información privilegiada, la jurisprudencia las genera. Eso caracteriza al derecho francés y a la sentencia del ECJ en el caso *Spector* (2009)¹². Dentro de estas exenciones se encuentra, en todos los sistemas jurídicos, la orden previa o “defensa del plan previo”. Como se dijo recién, incluso la Ley 18045 reconoce desde 1994 un par de esos puertos seguros. Pero ni la ley chilena ni la SVS reconocen la defensa del plan previo.

Este artículo es un alegato a favor del reconocimiento jurisprudencial de la defensa del plan previo que se entiende como una contribución al desarrollo exhaustivo y consistente de la concepción del *insider trading* defendida por la SVS desde 1987. Que deba tener lugar en contra de las pretensiones sancionatorias de la SVS se debe, como se ha dicho, a lo intrínsecamente deficitario de su planteamiento.

Siguiendo una estipulación conceptual propuesta anteriormente¹³, para hacer referencia a la prohibición del *insider trading* de modo neutral a la cuestión de si se presupone explotación, simple uso o mera posesión de la información privilegiada, en adelante se hablará de la “prohibición de operación *con* información privilegiada” (“PO”). Cuando la formulación de esa prohibición no suponga otro requisito que la posesión de la información privilegiada así se lo explicitará, denominándosela “prohibición de operación *en posesión* de información privilegiada” (“POP”). Cuando además de la posesión la formulación de la prohibición suponga como requisito el uso de la información privilegiada también se lo explicitará, denominándosela “prohibición de operación *en uso* de información privilegiada” (“POU”). En cuanto a la explotación o aprovechamiento, su previsión como elemento de la infracción o delito se entenderá en lo sucesivo como un estándar intensificado de uso.

Toda POU es por definición una prohibición de *uso operativo* de la información privilegiada: siempre se refiere a un uso específico consistente en la realización de una operación en el mercado de valores. En otras palabras, toda POU es por definición una “PUO”, es decir, un caso especial de infracción a la prohibición genérica de uso de información privilegiada (en adelante, “PU”). En el derecho comparado del mercado de valores no existe una prohibición genérica de uso de la información privilegiada como la

¹¹ La Regla 10b5-1(c)(1) y (2) SEC, la Regla 14e-3(c) SEC, los arts. 2-3, 2-4, 7 y 8 DAM y los arts. 5, 6 y 9 RAM son los casos más conspicuos de esas excepciones en el derecho comparado. Para un examen posterior al RAM, BASCUÑÁN RODRÍGUEZ, “Posesión, uso y explotación”, cit. nota n° 1, *passim*; para un vistazo previo al RAM, LOKE, “From Fiduciary Theory”, cit. nota n° 8, pp. 165 ss.

¹² BASCUÑÁN RODRÍGUEZ, “Posesión, uso y explotación”, cit. nota n° 1, secciones 3.3 (caso *Spector*) y 3.5.3 (derecho francés).

¹³ BASCUÑÁN RODRÍGUEZ, “Posesión, uso y explotación”, cit. nota n° 1, sección 1.

BASCUÑÁN, Antonio “El estatus en el derecho chileno de las operaciones con valores realizadas en ejecución de una orden impartida antes de la posesión de información privilegiada y de su cancelación”.

que es característica de los deberes fiduciarios, por ejemplo, los que recaen sobre los agentes del gobierno corporativo. No obstante, la Ley 18045 contempla esa prohibición junto a un deber genérico de guardar reserva como las primeras normas dirigidas a los poseedores de información privilegiada (art. 165 inciso primero). Eso, que se explica como una transposición irreflexiva de la regulación de las sociedades anónimas¹⁴, permite ampliar la cobertura de la prohibición de uso de información privilegiada a casos de omitir operar, como lo son la cancelación y modificación de órdenes.

Anticipando las conclusiones de este artículo, lo que aquí se sostendrá es que la ejecución de una orden impartida con anterioridad a la posesión de información privilegiada por definición no constituye infracción a la PU ni a la PUO/POU -porque no implica uso- y además debe ser considerada como un caso implícitamente exceptuado de la POP. Por el contrario, la cancelación o modificación de una orden previa, que es efectuada en consideración a la información privilegiada poseída con posterioridad a su impartición, constituye infracción a la PU. La naturaleza de la responsabilidad generada por esa infracción depende del estatus de la PU en la Ley 18045: por regla general una simple infracción administrativa y excepcionalmente –esto es, tratándose de los entres clasificadores– un crimen¹⁵.

Con el propósito antedicho, en lo que sigue primero (1) describiré la evolución histórica de las reglas de la Ley 18045 sobre *insider trading*. Luego me referiré a la distinción en entre operación en posesión y operación en uso de información privilegiada en (2) la jurisprudencia administrativa, (3) la jurisprudencia judicial y (4) la doctrina. Efectuado ese examen (5) formularé una apreciación crítica de la concepción de la SVS y (6) desarrollaré las bases de una concepción alternativa acerca del *insider non trading* y la cancelación de ordenes en el derecho chileno. Finalmente (7) ofreceré una interpretación de la Ley 18045 que reconoce la licitud de la operación en ejecución de una orden impartida con anterioridad a la posesión de información privilegiada, tanto en lo que se refiere a las prohibiciones genérica específica de uso de información privilegiada como al deber de abstención.

1. La distinción entre uso y posesión en la legislación chilena¹⁶

¹⁴ Arts. 42 N° 6, 43 y 50 de la Ley 18046: *infra*, notas n° 17 y 18.

¹⁵ También un simple delito tratándose de poseedores que detentan la calidad de integrante de la Comisión Clasificadora de Riesgo (art. 103 inciso segundo DL 3500) o la calidad de funcionario público (art. 247 bis CP, introducido por la Ley 19645, D.O. 11.12.1999).

¹⁶ Esta sección se basa principalmente en BASCUÑÁN RODRÍGUEZ, Antonio, “Evolución histórica de la legislación chilena sobre información privilegiada en el mercado de valores”. Anexo N° 2 a: *Informe en Derecho. El aprovechamiento de información privilegiada en el mercado de valores*. Santiago, 15 de mayo de 2010 (inédito). Además: VÁSQUEZ PALMA, María Fernanda, “Revisión del ámbito de aplicación subjetivo y objetivo de la noción de uso de información privilegiada en Chile: Un examen de la normativa a la luz de las tendencias doctrinales y jurisprudenciales”, *Revista de Derecho Universidad Católica del Norte* n° 17-2 (2010), pp. 239-297; BASCUÑÁN RODRÍGUEZ, “La regulación”, cit. nota n° 10; GARCÍA PALOMINOS, “Modelo de protección”, cit. nota n° 3; BRAVO QUINTANA, Carla Raquel, BARRA OLIVARES, Esteban Adolfo, (2013), *Control administrativo de la Superintendencia de Valores y Seguros sobre hipótesis de uso de información privilegiada. Análisis jurisprudencial*. Santiago: Tesis de Licenciatura de la Facultad de Derecho de la Universidad de Chile. Para un análisis de la evolución histórica de las reglas de la Ley 18045 sobre

La primera regulación del *insider trading* en la legislación chilena sobre el mercado de valores se encuentra en el art. 13 originario de la Ley 18045 (D.O. 22.10.1981), del siguiente tenor:

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

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

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

Toda persona perjudicada por infracción a lo dispuesto en el presente artículo tendrá derecho a demandar indemnización en contra de las personas indicadas en el inciso primero, excepto si estaba en conocimiento de la información reservada.”¹⁷

Analizado en el contexto de su ley hermana, la Ley 18046 sobre sociedades anónimas (D.O. 22.10.1981), el art. 13 Ley 18045 se entiende como un caso de aplicación específica de la prohibición de uso de información social en beneficio propio y del deber de guardar reserva impuestos los directores (arts. 42 N° 6 y 7 y 43)¹⁸, y por extensión a los gerentes y “personas que hagan sus veces” (art. 50)¹⁹. El régimen de sanciones es también el de la Ley 18046: devolución al emisor de las utilidades obtenidas e indemnización de perjuicios (art. 44)²⁰.

manipulación de precios, LONDOÑO, Fernando, “Aproximación histórico-comparada al Título VIII de la Ley de Mercado de Valores: bases para el reconocimiento de un contenido anti-manipulativo”, *Política Criminal* n° 10-20 (2015), pp. 390-467.

¹⁷ Además de las consecuencias jurídicas establecidas en los dos últimos incisos, deben tenerse presente las sanciones administrativas para cuya aplicación es competente la Superintendencia de Valores y Seguros conforme al Art. 58, y el principio general de responsabilidad civil por daño causado con infracción a la ley establecido en su Art. 55, ambos originarios de la Ley 18045.

¹⁸ “Art. 42. Los directores no podrán: (...) / 6) *Usar* en beneficio propio o de terceros relacionados, con perjuicio para la sociedad, *las oportunidades comerciales de que tuvieren conocimiento en razón de su cargo, y / 7) En general, practicar actos ilegales o contrarios a los estatutos o al interés social o usar de su cargo* para obtener ventajas indebidas para sí o para terceros relacionados en perjuicio del interés social. Los beneficios percibidos por los infractores a lo dispuesto en los tres últimos números de este artículo pertenecerán a la sociedad, la que además deberá ser indemnizada por cualquier otro perjuicio. (...)”. “Art. 43. Los directores están obligados a *guardar reserva respecto* de los negocios de la sociedad y *de la información social a que tengan acceso en razón de su cargo y que no haya sido divulgada oficialmente por la compañía.* (...)”.

¹⁹ “Art. 50. A los gerentes y a las personas que hagan sus veces, les serán aplicables las disposiciones de esta ley referente a los directores en lo que sean compatibles con las responsabilidades propias del cargo o función, y en especial, las contempladas en los artículos 35, 36, 37, 41, 42, 43, 44, 45 y 46, según el caso.”

²⁰ A la luz del derecho comparado vigente a la época de su establecimiento se podría decir que esta adaptación de la Ley 18046 se traduce en una combinación de la § 16b SEA, que prohíbe el *short-swing profit* (BASCUNÁN RODRÍGUEZ, “Posesión, uso y explotación”, cit. nota n° 1, sección 2.5), el art. 12 inciso segundo del Real Decreto 1.848/1980, de 5 de septiembre, que regulaba las OPA’s en España (*op. cit.*, sección 4.1) y el art. 10-1 de la Ordenanza N° 67-833, de 28 de septiembre de 1967, introducido por la Ley N° 70-128, de 23 de diciembre de 1970, que sancionaba penalmente el *insider trading* en Francia (*op. cit.*,

BASCUÑÁN, Antonio “El estatus en el derecho chileno de las operaciones con valores realizadas en ejecución de una orden impartida antes de la posesión de información privilegiada y de su cancelación”.

La formulación de la prohibición del *insider trading* tiene una estructura peculiar en la medida en que altera la relación gramatical verbo-adverbio que describe al uso operativo como *operar usando* la información privilegiada. En vez de ello, la norma prohíbe el *usar* la información *operando*: “valerse ... mediante la compra o venta de valores”. Esta alteración se explica por el origen de la regla en las prohibiciones de uso de información de la sociedad anónima en interés propio, para las cuales es irrelevante qué negocio o acción económicamente ventajosa realice el director, con tal que lo haga usando indebidamente la información de la sociedad. Por esa razón, no cabe atribuir al art. 13 de la originaria Ley 18045 una redacción deliberadamente ambigua en relación con la formulación de la PO como POP o como POU, en un sentido equivalente a la versión inglesa del art. 2-1 DAM en comparación a las versiones alemana, italiana, francesa, portuguesa y española²¹.

El hecho de que la disposición describiera el comportamiento prohibido como una acción consistente en “valerse” de información siempre fue entendido como un énfasis en la exigencia de aprovechamiento de la información privilegiada. Así, por ejemplo, aunque en su *Oficio Circular 2.506, de 10 de julio de 1987, que reitera el alcance del artículo 13° de la ley N° 18.045*, la SVS afirmara una interpretación extensiva del ámbito de destinatarios de la prohibición y estableciera con ello las bases para una concepción del *insider trading* como un atentado contra un bien jurídico colectivo y no una infracción de deberes fiduciarios para con el emisor, dicho oficio describió al comportamiento ilícito como “transar valores *usufructuando* de información privilegiada”. Eso es inequívocamente expresivo de una comprensión del sentido de la expresión legal “valerse” como aprovechar la información.

La Ley 18660 (D.O. 20.10.1987) introdujo entre otras modificaciones legales la regulación de la clasificación de riesgo de los valores de oferta pública (Título XIV de la Ley 18045) y en relación con esa actividad estableció un nuevo art. 85 Ley 18045 en los siguientes términos:

“Art. 85. A los socios, administradores, miembros titulares y suplentes del consejo de clasificación, y en general a cualquier persona que en razón de su cargo o posición tenga acceso a información reservada de las sociedades clasificadas, se les prohíbe valerse de dicha información para obtener para sí o para otros, ventajas económicas de cualquier tipo.

Las personas mencionadas que hayan actuado en contravención a lo establecido en este artículo, deberán devolver a la caja social del emisor toda utilidad que hubieren obtenido, valiéndose de la información reservada. Asimismo, toda persona que se sintiere perjudicada por infracción a lo dispuesto precedentemente tendrá derecho a

sección 3.5.c). El art. 13 Ley 18045 se asemeja a la regla francesa en la descripción del círculo de destinatarios y la caracterización de la información; a la regulación española, en la formulación de las normas de comportamiento, y a la regla federal estadounidense, en el régimen de sanciones. Presenta además la originalidad de establecer un deber de evitación del *insider trading* cometido por terceros, al menos en un ámbito limitado. Esta última regla genera un margen de ilicitud para la comisión por omisión, en un sentido equivalente (aunque restringido) de la prohibición francesa de “permitir” el *insider trading* que es constitutivo de delito (*op. cit.*, secciones 3.5.c y 4.3).

²¹ BASCUÑÁN RODRÍGUEZ, “Posesión, uso y explotación”, cit. nota n° 1, sección 3.2.

demandar indemnización de perjuicios en contra de las personas indicadas en el inciso primero. Lo anterior es sin perjuicio de lo dispuesto en las letras e) del artículo 59 y d) del artículo 60.”

Esta no es una prohibición de *insider trading*, aunque lo abarca. Es una PU: una prohibición de aprovechamiento de información de otro que ha sido conocida en razón del ejercicio de una función de acreditación para el mercado de valores. Por tal razón, se trata de una prohibición característica de deberes fiduciarios, que abarca toda forma de aprovechamiento en interés de otro distinto del beneficiario fiduciario, ya sea mediante operaciones en el mercado de valores o de cualquier modo que genere una “ventaja económica de cualquier tipo”²². Como sea, esta nueva prohibición especial reiteró la formulación de la prohibición del *insider trading* conforme al estándar de uso, posiblemente en su versión más exigente como operación en explotación de la información. Además, tal como se encarga de señalarlo la oración final del inciso segundo, su infracción no sólo acarrea las consecuencias civiles y sancionatorio-administrativas, sino -por primera vez- también penales²³.

El hito siguiente es el más importante. Dentro de las modificaciones introducidas en la legislación relativa al mercado de capitales por la Ley 19301 (D.O. 19.03.1994) se encuentran tres regulaciones del *insider trading*: (i) un régimen especial establecido en el Decreto Ley 3500 para las administradoras de fondos de pensiones²⁴, (ii) otro régimen especial, modelado como el anterior, pero aplicable a las sociedades administradoras de fondos fiscalizados por la Superintendencia de Valores y Seguros e introducido como nuevo Título XX de la Ley 18045²⁵, y (iii) un nuevo régimen general, en sustitución del art. 13 originario, introducido como nuevo Título XXI de la Ley 18045²⁶. Las modificaciones (i) y (ii) respondían al proyecto originario del gobierno; la modificación (iii) surgió por iniciativa parlamentaria durante la tramitación del proyecto.

El régimen especial aplicable a las administradoras de fondos de pensiones fue consagrado en los nuevos arts. 154-c) y 159-a) del Decreto Ley 3500:

²² El modelo regulativo de la Ley 18660 en materia de uso de información privilegiada se encuentra en el art. 103 del Decreto Ley 3500, introducido por el art. 1º Nº 7 de la Ley 18398 (D.O. 24.01.1985) con ocasión de la creación de la Comisión Clasificadora de Riesgo: “Art. 103. Los integrantes de la Comisión Clasificadora, como también los funcionarios de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, deberán guardar reserva sobre los documentos y antecedentes de los emisores e instrumentos sujetos a clasificación, siempre que éstos no tengan carácter público. La infracción a esta obligación será sancionada con la pena de reclusión menor en sus grados mínimo a medio. / Del mismo modo, les está prohibido valerse, directa o indirectamente, en beneficio propio o de terceros, de la información a que tengan acceso en el desempeño de esta función, durante el lapso que dure la reserva establecida en el inciso cuarto del artículo 108. La contravención a esta norma será sancionada con la pena de reclusión menor en su grado medio e inhabilitación para cargos y oficios públicos por el tiempo de la condena.”

²³ La norma punitiva respectiva consistió en una pura norma de sanción, remitiéndose a la infracción del art. 85 inciso primero: “Art. 50. Sufirán las penas de presidio menor en su grado medio a presidio mayor en su grado mínimo: (...) / e) Las personas que infrinjan las prohibiciones consignadas en los artículos 52, 53 y 85, inciso primero, de esta ley; (...)” (según modificado por el art. 2º Nº 4 Ley 18660). La naturaleza y cuantía de la pena corresponden a la versión originaria de la Ley 18045.

²⁴ Art. 4º Nº 42 Ley 19301.

²⁵ Art. 1º-b) Ley 19301.

²⁶ Art. 1º-b) Ley 19301.

BASCUÑÁN, Antonio “El estatus en el derecho chileno de las operaciones con valores realizadas en ejecución de una orden impartida antes de la posesión de información privilegiada y de su cancelación”.

“Art. 154. Sin perjuicio de lo establecido en los artículos anteriores, son contrarias a la presente ley las siguientes actuaciones u omisiones efectuadas por las Administradoras:

(...)

c) La utilización en beneficio propio o ajeno de información relativa a operaciones a realizar por el Fondo, con anticipación a que éstas se efectúen; (...)”

“Art. 159. Sufrirán las penas de presidio menor en su grado medio a presidio mayor en su grado mínimo, los directores, gerentes, apoderados, liquidadores, operadores de mesa de dinero, y trabajadores de una Administradora de Fondos de Pensiones que en razón de su cargo o posición, y valiéndose de información privilegiada de aquélla que trata el Título XXI de la ley N° 18.045:

a) Ejecuten un acto por sí o por intermedio de otras personas, con el objeto de obtener un beneficio pecuniario para sí o para otros, mediante cualquier operación o transacción de valores de oferta pública; (...)”

Como se puede observar, en relación con las administradoras de fondos de pensiones y sus *insiders* la Ley 19301 decidió establecer como norma general de comportamiento una PU y como norma de comportamiento correlativa a la norma punitiva una PUO/POU. Eso tiene un claro sentido sistemático: el crimen queda definido como uso operativo, constitutivo de atentado contra el bien jurídico colectivo de la (confianza en la) integridad del mercado de valores, y en tal calidad, como un caso específico y particularmente grave del ámbito de la prohibición general de uso de información privilegiada²⁷.

El régimen especial aplicable a las administradoras de fondos fue consagrado en un nuevo art. 162-d) de la Ley 18045 y en una modificación a su art. 59-e). Esta última disposición, siempre una pura norma de sanción, pasó a contemplar una referencia a la infracción al art. 162-d) dentro de las hipótesis de la norma punitiva. El artículo estableció la norma de comportamiento:

“Art. 162. Son contrarias a la presente ley las siguientes actuaciones u omisiones, en su caso, efectuadas por las administradoras:

(...)

d) la utilización en beneficio propio o ajeno, de información relativa a operaciones por realizar por el fondo, con anticipación a que éstas se efectúen; (...)”

Tal como la regla establecida para las administradoras de fondos de pensiones, la prohibición se encontraba exclusivamente referida a información de mercado -las decisiones de inversión por el fondo, relativas a operaciones- y se dirigía principalmente a

²⁷ Esta estructura diferenciada no correspondía al mensaje presidencial que originó la ley. En el mensaje la norma punitiva (art. 155 inciso segundo) se refería a la infracción de la norma de comportamiento (art. 149-e), formulada como PU (Biblioteca del Congreso Nacional, *Historia de la Ley N° 19.301. Modifica diversos cuerpos legales relativos a mercado de valores, administración de fondos mutuos, fondos de inversión, fondos de pensiones, compañías de seguros y otras materias que señala -"HL/19301"-*, p. 90-91 y 94). El régimen diferenciado obedeció a una decisión del Senado, en segundo trámite constitucional (HL/19301, p. 976, 1076 y 1090).

evitar el *front running* por parte de los *insiders* de la administradora²⁸. Conforme a su formulación -idéntica a la del nuevo art. 154-c) DL 3500-, se trataba de una PU: comprendía cualquier forma de utilización de la información en beneficio propio o ajeno, sin restringirse a la realización de operaciones en el mercado de valores. Pero a diferencia del art. 159-a) DL 3500, la norma punitiva respectiva no describió el crimen como uso operativo, sino que se refirió a toda infracción de la PU. Eso se explica como una extensión a las administradoras de fondos del régimen punitivo de las clasificadoras de riesgo, que había sido introducido por la Ley 18860. En todo caso, este régimen especial fue posteriormente derogado por la Ley 20712 (D.O. 07.01.2014). Actualmente las administradoras de fondos se encuentran sometidas al régimen general del Título XXI de la Ley 18045 y sus respectivas normas punitivas²⁹.

La introducción por la Ley 19301 de un nuevo régimen general relativo al *insider trading* se manifestó, entre otros aspectos, en el establecimiento de nuevas normas de comportamiento en un nuevo art. 165. Inicialmente estas nuevas normas de comportamiento aparecieron en un nuevo art. 13 aprobado por la Cámara de Diputados. Con posterioridad el Presidente de la República propuso una indicación sustitutiva de esa disposición. El Senado decidió no aprobar el art. 13 de la Cámara e introducir un nuevo Título XXI en la Ley 18045, y finalmente aprobó una indicación de los Senadores Gazmuri y Zaldívar (Andrés), avalada por el Superintendente de Valores y Seguros, que se tradujo en el nuevo art. 165 de la Ley 18045, introducido por la Ley 19301. El siguiente cuadro da cuenta de las tres disposiciones:

PROYECTO CÁMARA	INDICACIÓN PRESIDENCIAL	LEY 18045/19301
Art. 13. Los directores, administradores y, en general, cualquiera persona que en razón de su cargo o posición tenga acceso a información de la sociedad y de sus	Art. 13. Cualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación tenga acceso a información del emisor y sus negocios, que aún no haya sido	Art. 165. Cualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación tenga acceso a información privilegiada, deberá guardar estricta reserva y no podrá

²⁸ Si bien el encabezamiento del art. 162 de la Ley 18045 se refería a la misma administradora como la destinataria de sus normas de comportamiento, el inciso segundo del mismo art. 162 dispuso que “[p]ara los efectos de este Título, la expresión administradora comprenderá también cualquier persona que participe en las decisiones de inversión del fondo o que en razón de su cargo o posición, tenga acceso a información de las inversiones del fondo. (...)”.

²⁹ Ello se debe al hecho de que la Ley 20712 no prevé una prohibición para el *insider trading*. En su lugar, el inciso primero del art. 22 de la Ley 20712 parte de la base de que hay prohibiciones establecidas en otras leyes, aplicables a las administradoras y sus *insiders*. Siendo una administradora de fondos un inversionista institucional (art. 4° bis-e Ley 18045), la información sobre sus decisiones de inversión es información privilegiada (art. 164 inciso segundo Ley 18045), por lo que resulta aplicable el Título XXI de la Ley 18045 y las normas penales del art. 60 g) y h). Aun así, el cambio de regulación produjo consecuencias despenalizadoras: (i) la prohibición de uso penalmente reforzada en la regulación derogada por la Ley 20712 era una PU, y no solo una PUO/POU, que, como se verá, es la penalmente reformada por el art. 60-g), y (ii) en la regulación derogada por la Ley 20712 el uso de información privilegiada por la administradora o sus *insiders* era constitutivo de crimen y no de simple delito, como el del art. 60-g) y h). Finalmente, es anómalo, por lo menos en sentido sistemático y simbólico, que la Ley 20712 conserve en su art. 22 una prohibición de revelación de información privilegiada, pero prescinda de una prohibición de su uso.

BASCUÑÁN, Antonio “El estatus en el derecho chileno de las operaciones con valores realizadas en ejecución de una orden impartida antes de la posesión de información privilegiada y de su cancelación”.

negocios, que aún no haya sido divulgada oficialmente al mercado por la compañía en cumplimiento de lo dispuesto en la presente ley y que sea capaz de influir en la cotización de los valores de la misma, deberán guardar estricta reserva.

Las personas que tengan acceso a la información señalada en el inciso anterior, no podrán adquirir para sí o para una persona directamente relacionada los valores emitidos por la sociedad desde que el directorio tome conocimiento de dicha información y hasta que sea divulgada oficialmente al mercado. Para estos efectos, las transacciones se entenderán realizadas en la fecha en que se efectúe la compra o venta, con independencia del momento en que ellas se registren en el emisor.

La Superintendencia sancionará a los infractores de la prohibición del inciso precedente con una multa de hasta el 100% del monto de la transacción o transacciones efectuadas.

Las personas mencionadas en el inciso primero que se valgan de la información reservada para obtener para sí o para otros, ventajas mediante la compra o venta de valores serán sancionados con la pena de inhabilitación hasta por 10 años para el cargo de director de sociedades anónimas.

Toda persona perjudicada por infracción a lo dispuesto en el presente artículo, tendrá

divulgada oficialmente al mercado por la compañía en cumplimiento de lo dispuesto en la presente ley y que sea capaz de influir en la cotización de los valores de la misma, deberán guardar estricta reserva. Del mismo modo, cualquier persona que tenga acceso a la información reservada de las operaciones de adquisición o enajenación de valores por realizar por un participante en el mercado de valores, deberá guardar estricta reserva y no podrá utilizar en beneficio propio o ajeno dicha información. Las personas que tengan acceso a la información señalada en el inciso anterior, no podrán adquirir para sí o para terceros, directa o indirectamente, los valores emitidos por el emisor hasta mientras dicha información no sea divulgada oficialmente al mercado. Para estos efectos las transacciones se entenderán realizadas en la fecha en que se efectúe la adquisición o enajenación, con independencia de la fecha en que se registren en el emisor.

Asimismo, se prohíbe a las personas que tengan la información privilegiada a que se refiere este artículo valerse de la misma para obtener beneficios o evitar pérdidas, mediante cualquier tipo de operación con los valores a que ella se refiere. Igualmente, se abstendrán de comunicar dicha información a terceros o de recomendar la adquisición o enajenación de los valores citados. Ellas

utilizarla en beneficio propio o ajeno, ni adquirir para sí o para terceros, directa o indirectamente, los valores sobre los cuales posea información privilegiada.

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

No obstante lo dispuesto precedentemente, los intermediarios de valores que tengan la información privilegiada a que se refiere el artículo anterior, podrán hacer operaciones respecto de los valores a que ella se refiere, por cuenta de terceros, siempre que la orden y las condiciones específicas de la operación provenga del cliente, sin asesoría ni recomendación del corredor.

Para los efectos del inciso segundo de este artículo, las transacciones se entenderán realizadas en la fecha en que se efectúe la adquisición o enajenación, con independencia de la fecha en que se registren en el emisor.

derecho a demandar indemnización en contra de las personas indicadas en el inciso primero, excepto si estaba en conocimiento de la información reservada. Para los efectos de lo dispuesto en este artículo, se entenderá por persona directamente relacionada a las señaladas en las letras a), b) y c) del artículo 100³⁰.

deberán velar para que esto tampoco ocurra a través de subordinados o terceros de su confianza.

Las personas que hayan actuado en contravención a lo establecido en este artículo, deberán devolver a la caja social 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.

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

(...)

Las personas mencionadas en este artículo que se valgan de la información reservada para obtener para sí o para otros, ventajas o evitar pérdidas mediante la adquisición o enajenación de valores, serán sancionados además, administrativamente con la pena de inhabilitación de 5 años para inscribirse en cualquiera de los registros públicos que lleva la Superintendencia. También se comprenderá en esta inhabilitación la de poder ocupar el cargo de director, administrador o gerente de sociedades anónimas abiertas, en otras entidades emisoras de valores de oferta pública o en otras entidades que se encuentren sujetas a fiscalización de la autoridad

³⁰ HL/19301, p. 131-132.

BASCUÑÁN, Antonio “El estatus en el derecho chileno de las operaciones con valores realizadas en ejecución de una orden impartida antes de la posesión de información privilegiada y de su cancelación”.

pública por ley³¹.

La comparación demuestra que el proceso de tramitación del proyecto de ley comenzó con una propuesta de modificación sencilla del art. 13, conoció una propuesta de modificación mucho más compleja de la misma disposición y terminó con una modificación simplificada de la propuesta compleja. Para analizar con más detalle esta evolución conviene elaborar cuadros esquemáticos de cada propuesta.

Cuadro 1: Propuesta de la Cámara de Diputados

PRESUPUESTO	NORMA DE COMPORTAMIENTO	SANCIÓN A INFRACCIÓN
Tener acceso a información corporativa	(i) Deber de guardar estricta reserva	Indemnización de perjuicios (Sanciones LOSVS)
	(ii) Prohibición de adquirir para sí o para una persona directamente relacionada los valores de la sociedad entre la toma de conocimiento del directorio y su divulgación	Multa de hasta el 100% monto operación Indemnización de perjuicios (Sanciones LOSVS)
	(iii) Prohibición de valerse de información reservada para obtener para sí o para otro ventajas mediante la compra o venta de valores	Inhabilitación para ejercer el cargo de director de S.A. hasta por 10 años Indemnización de perjuicios (Sanciones LOSVS)

Tal como el art. 13 originario de la Ley 18045, la propuesta de la Cámara de Diputados reducía el presupuesto de las prohibiciones de *insider trading* a la posesión de información corporativa (“información relativa a la sociedad y sus negocios”), que es común a todas las normas de comportamiento. Las normas (i) y (iii) también correspondían al art. 13 originario. La novedad se encontraba en la norma (ii), que consistía en una POP parcial, pues prohibía realizar una sola operación específica –la adquisición– *en posesión* de información privilegiada. También eran novedosas las diferencias entre la norma (ii) y la norma (iii), que eran de índole cronológica y sancionatoria. Desde un punto de vista cronológico, mientras que la prohibición (iii) era de aplicación permanente, la prohibición (ii) operaba durante un período determinado, al modo de un *blackout* para *insiders* relacionados con el directorio de una sociedad anónima. Desde un punto de vista sancionatorio, la infracción a la prohibición (iii) era más grave, ya que acarrearía como consecuencia la inhabilitación temporal especial para ejercer el cargo de director de sociedades anónimas hasta por 10 años, mientras que la infracción a la prohibición (ii) sólo se encontraba sancionada con multa de hasta el total del precio de la operación.

³¹ HL/19301, p. 565-568.

La concentración de esta modificación en la información corporativa y la creación de un *blackout* para *insiders* relacionados con el directorio se explican por las circunstancias de su origen. La idea de la modificación provino de una indicación de un grupo de diputados que para evitar el establecimiento de una regla de inhabilidad entre la calidad de director de sociedad anónima y socio, accionista o director de una sociedad intermediaria de valores³² propuso “incorporar una norma que prohíba realizar conductas específicas que supongan la utilización indebida de información reservada y sancionar drásticamente a estas personas si dichos actos son realizados, sea en transacciones en beneficios propio o de terceros”³³. Notablemente, el argumento no atiende a la particularidad de la nueva norma –la norma (ii) – como POP.

En la Comisión de Hacienda del Senado el Superintendente de Valores y Seguros formuló una crítica exhaustiva al nuevo art. 13 aprobado por la Cámara de Diputados³⁴. La mayor parte de las objeciones se dirigieron contra las nuevas sanciones aprobadas por la Cámara, así como contra la restricción del *insider trading* a favor de tercero a personas relacionadas con el *insider*. Además, el Superintendente sostuvo:

(i) Que la prohibición de adquisición en posesión de información privilegiada se restringe a adquisiciones posteriores al momento en que el directorio tome conocimiento de la información; él consideró que eso era “grave” debido a que el conocimiento de la información privilegiada por el *insider* es anterior a ese momento ya que, por ejemplo, los directores la conocen con anterioridad a la constitución del directorio en sesión³⁵. Los hechos advertidos por el Superintendente son efectivos, pero su objeción pierde de vista que además de esta POP parcial el proyecto contemplaba una POU sin restricciones temporales y que una prohibición pensada como *blackout* requiere fijar una fecha más o menos precisa de inicio y término. Notablemente, el Superintendente no reparó en que la norma sólo prohibía la adquisición de valores y no su enajenación, lo cual es totalmente inexplicable desde el punto de vista de su finalidad de protección.

(ii) Que se eliminaba el inciso segundo del art. 13 de la Ley 18045, a ese entonces vigente³⁶. Esto no es efectivo. De hecho, la redacción del inciso cuarto del artículo aprobado reformulaba el presupuesto de la prohibición, que conforme al inciso primero consistía en tener acceso a información corporativa, al describir la acción delictiva como “valerse de información *reservada*”, precisamente por mantener la redacción del inciso segundo del art. 13 originario. Lo que hacía la propuesta de la Cámara era transformar la antigua regla única de *insider trading* en una nueva prohibición general y más grave de *insider trading*.

Como sea, para remediar esos defectos atribuidos al texto aprobado por la Cámara de Diputados el Superintendente presentó la indicación presidencial describiéndola como

³² HL/19301, p. 22, 130-131. Esta es la razón, también, de la norma (ii) se refiera a una operación en interés de “una persona relacionada” en vez de cualquier tercero: los Diputados que formularon la indicación mantienen una conexión entre la prohibición de *insider trading* y la regla de conflicto de intereses.

³³ HL/19301, p. 131.

³⁴ HL/19301, p. 563-565.

³⁵ HL/19301, p. 563.

³⁶ HL/19301, p. 564-565.

BASCUÑÁN, Antonio “El estatus en el derecho chileno de las operaciones con valores realizadas en ejecución de una orden impartida antes de la posesión de información privilegiada y de su cancelación”.

“un texto sustitutivo que comprende las figuras actuales, perfecciona y mejora la redacción del precepto, precisa el concepto de ‘información privilegiada’, comprendiendo también las situaciones que se reseñan en el Derecho Comparado y que informan esta institución, que es de la mayor trascendencia para una adecuada transparencia del mercado”³⁷.

Cuadro N° 2: Indicación presidencial

PRESUPUESTO	NORMA DE COMPORTAMIENTO	SANCIÓN
(i) Tener acceso a información corporativa	Deber de guardar estricta reserva	Devolución de la utilidad a la caja social Indemnización de perjuicios (Sanciones LOSVS)
(ii) Tener acceso a información de mercado (operación futura)	(i) Deber de guardar estricta reserva (ii) Prohibición de usar en beneficio propio o ajeno la información	
(i) y (ii)	(i) Prohibición de adquirir para sí o para terceros, directa o indirectamente los valores del emisor hasta la divulgación	<i>Ídem supra</i> , y además: “pena administrativa” de inhabilitación hasta por 5 años
	(ii) Prohibición de valerse de la misma para obtener beneficios o evitar pérdidas, mediante cualquier tipo de operación con los valores a que ella se refiere.	
	(iii) Prohibición de comunicar la información	Devolución de la utilidad a la caja social Indemnización de perjuicios (Sanciones LOSVS)
	(iv) Prohibición de recomendar la adquisición o enajenación de los valores	
	(v) Velar para que (ii), (iii) (iv) no sean infringidas por subordinados o personas de confianza	

Contextualmente analizada, la indicación presidencial se entiende como una combinación de un remanente del art. 13 originario –presupuesto (i) –, más una generalización de las prohibiciones introducidas por el proyecto en materia de administradoras de fondos y de fondos de pensiones –presupuesto (ii)–, y un nuevo régimen de *insider trading*, que incluye una POP parcial –reducida a la adquisición de valores–, una POU, una prohibición de revelación, una prohibición de recomendación y un deber de garante respecto de la evitación de infracciones a las tres últimas prohibiciones por un círculo reducido de terceros. En la aparición de las prohibiciones de revelación (“comunicación”) y

³⁷ HL/19301, p. 565.

recomendación es advertible la influencia de la DIT, mediada por el art. 81-2 LMV- E en su redacción conforme a la Ley 9/1991, de 22 de marzo³⁸.

Sin duda, lo peculiar de la indicación presidencial se encuentra en la duplicidad de regímenes. Por una parte establece deberes y prohibiciones que no atienden al hecho de efectuar operaciones en el mercado de valores –presupuestos (i) y (ii), por separado–, y por otra parte establece prohibiciones de efectuar esas operaciones³⁹. La explicación más plausible de esa peculiaridad consiste en entender que el deber de guardar reserva y la PU son normas de comportamiento que protegen también –o incluso primariamente– el interés de la fuente de la información, mientras que todas las demás normas se ordenan a la protección exclusiva de la (confianza en la) integridad del mercado. De todos modos, hay una anomalía en el hecho de que la fuente de información de mercado -presupuesto (ii)- se encuentre protegida frente al uso de la información en beneficio propio o ajeno por el *insider*, y no así la fuente de información corporativa –presupuesto (i)–. Esa anomalía admite ser explicada en consideración al hecho de que la protección del interés del emisor, cuando es una sociedad anónima, se encuentra en la Ley 18046.

En cuanto al nuevo régimen de *insider trading* –presupuestos (i) y (ii) en conjunto– se establece inequívocamente una relación de infracción menos grave e infracción grave entre la operación en posesión de información privilegiada y la operación en uso o aprovechamiento de información privilegiada, pero se pierde el carácter cronológicamente delimitado de la prohibición de operación en posesión de información privilegiada. De una norma de *blackout* para a ser una norma de aplicabilidad permanente. Notablemente, no se remedia la parcialidad de su alcance en cuanto a la clase de operaciones prohibidas, manteniéndose su restricción a la adquisición de valores.

La Comisión de Hacienda del Senado no aprobó en su momento la indicación presidencial, pero acordó por unanimidad rechazar el Art. 13 aprobado por la Cámara de Diputados, suprimir el art. 13 de la Ley 18045 y agregar un nuevo título XXI a la ley, posponiendo la discusión relativa a su contenido⁴⁰. Más adelante discutió la propuesta de los senadores Gazmuri y Zaldívar (Andrés) y la aprobó con modificaciones⁴¹.

³⁸ BASCUÑÁN RODRÍGUEZ, “Posesión, uso y explotación”, cit. nota n° 1, secciones 3.1 (DIT) y 4.1 (LMV-E). El Superintendente de Valores y Seguros mencionó en su crítica al proyecto aprobado por la Cámara de Diputados a la legislación de México, España y Portugal (HL/19301, p. 564).

³⁹ Tal como su modelo español, la prohibición de comunicar la información no hace mención a operaciones en el mercado de valores. Contextualmente, sin embargo, debe entenderse que su diferencia con la infracción al deber de guardar reserva radica precisamente en la creación de un riesgo de operaciones en uso de información privilegiada.

⁴⁰ HL/19301, p. 568-569.

⁴¹ HL/19301, p. 612-617.

BASCUÑÁN, Antonio “El estatus en el derecho chileno de las operaciones con valores realizadas en ejecución de una orden impartida antes de la posesión de información privilegiada y de su cancelación”.

Cuadro N° 3: Comisión de Hacienda del Senado (Ley 19301)

PRESUPUESTO	NORMA DE COMPORTAMIENTO	SANCIÓN
Tener acceso a información privilegiada	(i) Deber de guardar estricta reserva	Administrativa y civil ⁴²
	(ii) Prohibición de usar la información en beneficio propio o ajeno	
	(iii) Prohibición de adquirir para sí o para terceros, directa o indirectamente, valores	
	(iv) Prohibición de valerse de la información para obtener beneficios o evitar pérdidas mediante cualquier tipo de operación con los valores o con instrumentos relacionados	
	(v) Prohibición de comunicar la información	
	(vi) Prohibición de recomendar la adquisición o enajenación de valores	
	(vii) Deber de velar para que (v) y (vi) no sean infringidas por subordinados o terceros de confianza	

La regulación aprobada por la Comisión de Hacienda en su primer informe⁴³, que se convirtió en regulación legal con la Ley 19301, se entiende como un intento de simplificación de la regulación propuesta por la indicación presidencial. El extenso art. 13 fue dividido en varios artículos del nuevo Título XXI, a los cuales se añadió otras disposiciones. El concepto de información privilegiada recibió una nueva definición (art. 164) que permitió unificar el tratamiento de las normas de comportamiento sobre la base de un mismo presupuesto común⁴⁴. La simplificación hizo que la PU establecida en el inciso primero se extendiera también al poseedor de información corporativa, duplicando con ello

⁴² La infracción a la norma (iv) de este cuadro, cometida por los poseedores presuntos, esto es, los mencionados en el art. 166, es objeto de sanción penal por el art. 60-e) Ley 18045, también introducido por la Ley 19301.

⁴³ HL/19301, p. 746.

⁴⁴ La Ley 19301 usó las expresiones “tener”, “poseer” y “tener acceso a” información privilegiada. En el contexto del art. 165, “tener acceso” no debe entenderse como “poder acceder”, sino como “acceder”, lo que equivale a poseer. Esto es aclarado por la prohibición de adquisición del inciso primero, que describe a los valores objeto de adquisición como “los valores sobre los cuales [el adquirente] posea información privilegiada”. Al respecto BASCUÑÁN RODRÍGUEZ, “La regulación”, cit. nota n° 10, pp. 102-103.

las reglas que recaen sobre directores, gerentes y ejecutivos principales de sociedades anónimas.

Además, esta simplificación introdujo dos importantes alteraciones en el nuevo régimen de *insider trading*:

- (a) estableció un mismo régimen de sanciones para la infracción de todas las normas de comportamiento, con lo cual desapareció la diferencia de gravedad entre la infracción a la POP parcial (antes, menos grave) y la infracción a la POU (antes, más grave);
- (b) redujo el alcance del deber de velar para que terceros subordinados o de confianza no cometan infracciones a la comunicación y la recomendación, dejando fuera del alcance del deber de evitación la realización de operaciones en posesión o uso de información privilegiada.

Estas dos alteraciones carecen de fundamento racional.

En lo que respecta a (a), es obvio que para todos los casos en que existe una POP carece de sentido una POU adicional cuya infracción acarrea las mismas consecuencias que la infracción a la otra prohibición⁴⁵. Cabe señalar que conforme a los términos de la propuesta de los senadores Gazmuri y Zaldívar, que dio origen a esta regulación, la infracción de la POU conllevaba una sanción especial de inhabilitación, tal como sucedía en la indicación presidencial⁴⁶. Pero la Comisión de Hacienda no la aprobó, atendida la aprobación que ya se había dado a una norma punitiva del *insider trading*⁴⁷. Como luego se verá, esta norma no alcanza toda operación en uso de la información, sino sólo la realizada por cierta clase de personas.

En cuanto a (b), esto es, al deber de velar por el comportamiento de terceros, es obvio que siendo la revelación de información y recomendación de operación infracciones de peligro respecto de la realización de operaciones, si hay un deber de evitar esas infracciones con mayor razón debe evitarse la operación en posesión o uso de información privilegiada⁴⁸.

Dentro de las reglas añadidas por la Comisión de Hacienda del Senado a la nueva regulación del *insider trading* se encuentran las normas sobre incompatibilidad entre la condición de *insider* de emisor y la condición de *insider* u operador de intermediario de valores (art. 168 y 169 inciso tercero de la Ley 18045) y las normas sobre puertos seguros para intermediarios (art. 165 inciso tercero de la Ley 18045) y para personas jurídicas que prestan servicios múltiples de asesoría financiera (art. 169 incisos primero y segundo de la Ley 18045). Las normas sobre incompatibilidades son estructuralmente equivalentes a la POP, pero aun más drásticas: son reglas preventivas del riesgo de uso de información privilegiada. Las normas sobre puertos seguros, en cambio operan primariamente como

⁴⁵ Ciertamente, dada la formulación deficitaria de la POP, reducida a la adquisición de valores, la POU cumple una función relevante respecto de la enajenación de valores. Pero esto se debe al error de diseño de la POP: la diferencia de tratamiento de la adquisición y la enajenación carece de fundamento.

⁴⁶ HL/19301, p. 615-616.

⁴⁷ HL/19301, p. 617.

⁴⁸ La reducción del alcance del deber de evitación procede de una modificación de estilo (una coma en vez de un punto seguido) cuyas consecuencias gramaticales no fueron advertidas.

BASCUÑÁN, Antonio “El estatus en el derecho chileno de las operaciones con valores realizadas en ejecución de una orden impartida antes de la posesión de información privilegiada y de su cancelación”.

exenciones respecto de la POP: son reglas que bajo las condiciones que establecen entienden suficientemente controlado el riesgo de uso de información privilegiada⁴⁹. Esta preocupación por la generación de condiciones seguras para la operación del mercado de valores distingue a la Ley 19301 y es mérito de la Comisión de Hacienda del Senado⁵⁰.

Finalmente, la Comisión de Hacienda del Senado, también a propuesta de los senadores Gazmuri y Zaldívar (Andrés), aprobó el establecimiento de una norma punitiva del *insider trading* en los siguientes términos:

“Art. 60. Sufrirán las penas de presidio menor en cualquiera de sus grados:

(...)

e) Las personas a que se refiere el artículo 166 que al efectuar transacciones u operaciones de valores de oferta pública, de cualquier naturaleza en el mercado de valores o en negociaciones privadas, para sí o para terceros, directa o indirectamente, usaren deliberadamente información privilegiada.

Las personas a que se refiere esta letra, si fueren condenadas por sentencia ejecutoriada, se les aplicará accesoriamente la pena de inhabilitación a que se refiere el inciso segundo de la letra f) del artículo anterior.”⁵¹

La incorporación de esta norma en la Ley 18045 con la entrada en vigencia de la Ley 19301 generó dos niveles en el régimen general del *insider trading*. Por una parte estaba el nivel de las personas mencionadas en el art. 166 –*insiders* primarios, secundarios y *outsiders* personalmente relacionados con *insiders* primarios–, que quedaron afectas a responsabilidad civil y administrativa por infracción a las normas del art. 165 y además a responsabilidad penal por la comisión del delito previsto en el art. 60-e)⁵². Por otra parte estaba el nivel de las demás personas comprendidas por el inciso primero del art. 165, afectas solamente a responsabilidad civil y administrativa por infracción a las normas del art. 165, ya sea la PU, la POP parcial o la POU.

⁴⁹ Naturalmente, las normas sobre puertos seguros pueden ser entendidas como reglas que explicitan condiciones que constituyen refutadores privilegiados -por su conclusividad- de cualquier presunción de uso de información privilegiada a partir de la prueba de su posesión. Pero su estricta necesidad práctica sólo se genera cuando en el sistema existe una POP, dada su sobreinclusividad. Al respecto, BASCUÑÁN RODRÍGUEZ, “Posesión, uso y explotación”, cit. nota n° 1, introducción.

⁵⁰ Las restricciones impuestas por estas reglas fueron reforzadas por la Ley 19389 (D.O. 18.05.2001).

⁵¹ HL/19301, p. 576-577. La propuesta de los senadores Gazmuri y Zaldívar contemplaba dos incisos adicionales (segundo y tercero) del siguiente tenor: “Se considerará circunstancia agravante si la infracción la cometiere algún director, administrador, gerente o liquidador de un emisor de valores de oferta pública, de un inversionista institucional o de un intermediario de valores, como también los apoderados, operadores de mesas de dinero o de rueda en su caso, que al efectuar transacciones u operaciones de cualquier naturaleza, para sí o para terceros directa o indirectamente usaren deliberadamente información privilegiada. / También se considerará circunstancia agravante si la infracción la cometiere algún director, administrador, gerente o liquidador que utilizare información reservada, declarada conforme a lo dispuesto en el inciso tercero del artículo 10 y a cuyo acuerdo el infractor hubiere concurrido, o tomado conocimiento de la misma.” La oposición del senador Piñera a los incisos segundo y tercero determinó que en definitiva sólo fueran aprobados por la comisión -y se convirtieran en parte de la Ley 19301- los incisos primero y cuarto de la propuesta.

⁵² No está demás observar que esta disposición tipifica el delito como *operar usando* información privilegiada, con lo que resulta inequívoco su carácter de POU.

La Ley 19705 (D.O. 20.12.2001) alteró la diferencia de tratamiento penal entre las personas mencionadas en el art. 166 y las demás personas mencionadas en el art. 165 introduciendo una nueva norma punitiva en el art. 60 de la Ley 18045:

“Art. 60. Sufrirán las penas de presidio menor en cualquiera de sus grados:

(...)

g) El 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; (...)”

Sin duda, la nueva descripción de la acción típica es extraña –“ejecutar un acto (...) mediante cualquier tipo de operaci[ón]”–, pero inequívocamente expresa su carácter de operación *en uso* (“valiéndose”) de información privilegiada, o sea, de infracción a una POU. Lo más notable de esta disposición es que el círculo de autoría del nuevo delito genérico de *insider trading* (art. 60-g Ley 18045) no se encuentra limitado a calidad personal alguna, sino exclusivamente configurado en atención al hecho objetivo de la posesión de información privilegiada: todo poseedor es autor idóneo del delito y por lo mismo destinatario idóneo de la POU correlativa⁵³. Por esta razón, cualesquiera que sean las limitaciones del círculo de destinatarios que se pretenda deducir del tenor literal del art. 165 de la Ley 18045, ellas sólo rigen para las normas de comportamiento de ese mismo art. 165. Las normas de comportamiento correlativas a las normas punitivas introducidas por la Ley 19705 no conocen restricción alguna relacionada con la calidad personal del interviniente en el delito⁵⁴. Esto genera una anomalía en la regulación penal del *insider trading*: ya sea que el interviniente posea una calidad personal especial (art. 165 inciso primero y 166) o bien que no sea más que un poseedor cualquiera de la información privilegiada, la pena legal por el *insider trading* es la misma (art. 60). En otras palabras, la norma que tipifica el delito especial de *insider trading* (art. 60-e), introducida por la Ley 19301, pasó a ser una norma redundante en la Ley 18045 después de la modificación introducida por la Ley 19705⁵⁵.

⁵³ Lo mismo cabe decir del delito de revelación de información privilegiada, introducido por la Ley 19705 en el art. 60-h de la Ley 18045: “Sufrirán las penas de presidio menor en cualquiera de sus grados: (...) 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; (...)”.

⁵⁴ Por consideraciones sistemáticas parecería natural transferir las condiciones del art. 165 L 18045 al art. 60-g) y -h) de la Ley 19705 invocando el principio de proporcionalidad. El argumento sería plausible si la afectación de la libertad general de acción (esto es, el ámbito de lo prohibido por las respectivas normas de comportamiento) fuera la misma. Pero ese justamente no es el caso. Como se verá, el art 165 establece muchas más prohibiciones y deberes que las normas de comportamiento correlativas al art. 60-g) y -h): deber de guardar reserva, prohibición de utilización en beneficio propio o ajeno, prohibición de operación en posesión de información, prohibición de recomendación, deber de velar por que terceros subordinados y de confianza no comuniquen información privilegiada ni recomienden transacciones. La menor extensión y mayor gravedad de las prohibiciones correlativas al art. 60-g) y -h) justifica sobradamente la prescindencia de calidades personales especiales bajo el principio de proporcionalidad.

⁵⁵ La diferencia podría haberse encontrado en la aplicación de la pena accesoria de inhabilitación prevista en el inciso segundo del art. 60-e) introducido por la Ley 19301, pero la Ley 19705 derogó ese inciso segundo, equiparando con ello la pena aplicable a todos los autores de *insider trading*.

BASCUÑÁN, Antonio “El estatus en el derecho chileno de las operaciones con valores realizadas en ejecución de una orden impartida antes de la posesión de información privilegiada y de su cancelación”.

Con todo, al tipificar y sancionar un delito genérico de uso operativo de información privilegiada en el nuevo art. 60-g) la Ley 19705 otorgó a la POP un estatus diferente de la POU, consistente con la idea de la Comisión de Hacienda del Senado al momento de aprobar la Ley 19301: la infracción de la POU es más grave, aunque su mayor gravedad no se exprese en el nivel de las sanciones administrativas o consecuencias civiles, sino en su condición de delito.

Como resultado de la complejidad de la regulación establecida por la Ley 19301 y las modificaciones introducidas por la Ley 19705, se tiene que durante la primera década del siglo XXI el régimen general de prohibición del *insider trading* requería distinguir al menos 5 hipótesis:

- (i) la enajenación de valores *en posesión* de información privilegiada, que era jurídicamente irrelevante cualquiera que fuera la calidad personal del interviniente;
- (ii) la adquisición de valores *en posesión* de información privilegiada, que era constitutiva de infracción administrativa, con tal que el interviniente tuviera la calidad personal exigida por el inciso primero del art. 165 (POP parcial);
- (iii) la adquisición o enajenación de valores *en uso* de información privilegiada, que podía ser constitutiva de:

- (a) infracción administrativa, con tal que el interviniente tuviera la calidad personal exigida por el inciso primero del art. 165, siempre que ese uso consistiera en utilización en beneficio propio o ajeno del interviniente (art. 165 inciso primero: PU) o bien en valimiento de la información para obtener beneficios o evitar pérdidas, mediante cualquier tipo de operación (art. 165 inciso segundo: POU);

- (b) simple delito, cualquiera fuera la calidad personal del interviniente, siempre que se ejecutara 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, valiéndose de información privilegiada (art. 60-g: POU);

- (c) simple delito, con tal que el interviniente tuviera la calidad personal exigida por el art. 166 y siempre que se usara deliberadamente información privilegiada al efectuar transacciones u operaciones de valores de oferta pública, de cualquier naturaleza en el mercado de valores o en negociaciones privadas, para sí o para terceros (art. 60-e: POU).

La distinción entre la POP y la POU, tan visible en el proyecto aprobado por la Cámara de Diputados y la indicación presidencial, no fue evidente para la cultura jurídica chilena posterior a la entrada en vigencia de la Ley 19301 hasta que la SVS la afirmó en el *caso LAN* que tuvo dos procesos, uno relativo a Sebastián Piñera y el otro relativo a Juan José Cueto, ambos *insiders* primarios del emisor (*infra*, sección 2). El argumento contrario a la posición de la SVS consistía en atribuir a la regla del inciso primero –“no podrá (...) adquirir para sí o para terceros, directa o indirectamente, los valores sobre los cuales posea información privilegiada” – el sentido de una explicitación del posible contenido de la PU del inciso primero del art. 165 haciéndola redundante respecto de la POU de su inciso segundo. Una de las razones dadas a favor de este argumento es que carecía de sentido una

POP parcial, restringida exclusivamente a la adquisición de valores, dejando la enajenación entregada a la PU o la POU⁵⁶.

Para hacer frente a este argumento se presentó el 17 de enero de 2007 en la Cámara de Diputados un proyecto de ley (Boletín 4834-05) que ampliaba la regla a la venta de valores. El contenido de esa moción fue incorporado en el proyecto de ley presentado por mensaje que dio origen a la Ley 20382 (D.O. 20.10.2009), la cual entre otras modificaciones dio al inciso primero del art. 165 la siguiente redacción:

“Cualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación con el respectivo emisor de valores o con las personas señaladas en el artículo siguiente, posea información privilegiada, deberá guardar reserva y no podrá utilizarla en beneficio propio o ajeno, ni adquirir o enajenar, para sí o para terceros, directamente o a través de otras personas los valores sobre los cuales posea información privilegiada.”

Dejando de lado los cambios en la fórmula para la identificación de los destinatarios de las normas de comportamiento⁵⁷, la nueva redacción claramente remueve la objeción anterior al reconocimiento de la prohibición de operación en posesión de información como tercera norma de comportamiento establecida por el art. 165.

Conforme a esta regulación, que es la actualmente vigente, cabe distinguir en el derecho chileno el siguiente conjunto de deberes y prohibiciones como parte del régimen genérico⁵⁸ de *insider trading*⁵⁹:

	NORMA	BIEN JURÍDICO PROTEGIDO	SANCIÓN
(i)	Deber de guardar estricta reserva	Individual o colectivo	Administrativa y civil
(ii)	Prohibición de utilización de la información privilegiada en beneficio propio o ajeno		
(iii)	Prohibición de adquirir o enajenar valores (operación <i>en posesión</i> de información)		
(iv)	Prohibición de valerse de la información privilegiada para	Colectivo	Administrativa, civil y

⁵⁶ BASCUÑÁN RODRÍGUEZ, “La regulación”, cit. nota n° 10, pp. 111-112.

⁵⁷ BASCUÑÁN RODRÍGUEZ, “La regulación”, cit. nota n° 10, pp. 121-136.

⁵⁸ Es decir, sin considerar el régimen de las clasificadoras de riesgo (arts. 59-e), 60-d), 85 de la Ley 18045), de la Comisión Clasificadora de Riesgo de los fondos de pensiones y sus administradoras (arts. 103 inciso segundo, 151, 152, 154-c) y -d), 159 DL 3500) y de los funcionarios públicos (art. 247 bis CP).

⁵⁹ En relación con el bien jurídico protegido que se señala en el cuadro, “individual” significa el interés de la fuente de la información, “colectivo” significa la (confianza en la) integridad del mercado, juzgado por la referencia que la prohibición hace a la realización de una operación como elemento de la infracción; “(colectivo)” significa que la atribución de esa finalidad requiere una decisión interpretativa adicional al argumento anterior.

BASCUÑÁN, Antonio “El estatus en el derecho chileno de las operaciones con valores realizadas en ejecución de una orden impartida antes de la posesión de información privilegiada y de su cancelación”.

	obtener beneficios o evitar pérdidas mediante cualquier tipo de operación (operación <i>en uso</i> de información)		penal [art. 60-e) y -g)]
(v)	Prohibición de comunicar información privilegiada	(Colectivo)	Administrativa, civil y penal [art. 60-h)]
(vi)	Prohibición de recomendar la adquisición o enajenación de valores sobre los que se refiere la información privilegiada	Colectivo	Administrativa y civil
(vii)	Deber de velar porque (v) y (vi) no sean infringidas por subordinados o terceros de confianza		

El cuadro muestra que el art. 165 actualmente vigente establece 7 normas de comportamiento.

Las normas (i) y (ii), esto es, el deber de guardar reserva y la prohibición de utilización de información privilegiada en beneficio propio o ajeno (PU), derivan de estructuras de responsabilidad fiduciaria del poseedor de información respecto de la fuente de información. Ciertamente no están reducidas a esa función, es decir, pueden abarcar comportamientos que atentan contra el bien jurídico colectivo de la (confianza en) la integridad del mercado de valores, pero tampoco se encuentran restringidas a esos atentados, porque no presuponen la realización de una operación en el mercado de valores.

Las demás normas –(iii), (iv), (v), (vi) y (vii)– tienen por finalidad la protección del bien jurídico colectivo antedicho. Esto es literalmente manifiesto tratándose de la prohibición de adquisición o enajenación de valores en posesión de información privilegiada –POP, norma (iii)–, de la prohibición de operación en valimiento de la información privilegiada –POU, norma (iv)– y de la prohibición de recomendación de operaciones con valores a los que se refiere la información privilegiada poseída –norma (vi)–. También debe ser atribuido interpretativamente a la prohibición de comunicación de información privilegiada –norma (v)–. Lo mismo cabe decir del deber de velar por la evitación de infracciones cometidas por terceros de las normas (v) y (vi) –norma (vii)–. En cuanto a las normas penales relacionadas, todas ellas protegen el bien jurídico colectivo. A diferencia de las normas punitivas relativas a la utilización de información privilegiada por *insiders* de clasificadoras de riesgo, las tres normas punitivas relacionadas con el régimen general del *insider trading* –art. 60-e), -g) y -h) de la Ley 18045– presuponen una conexión del uso o revelación de la información privilegiada con la realización de una operación en el mercado de valores.

Finalmente, debe tenerse presente que la multiplicidad de normas relativas al uso de información privilegiada (PU, POU administrativa, POU penal) genera incertidumbre

acerca del estándar de uso que es relevante en cada una de las distintas prohibiciones. Conforme a su tenor literal, la Ley 18045, según modificada por la Ley 19301 y la Ley 19705, parece conocer tres estándares de uso:

- (a) *la utilización*, que corresponde a la prohibición (ii);
- (b) *el valimiento*, que corresponde a la prohibición (iv), y a la prohibición penal genérica (art. 60-g), y
- (c) *la utilización deliberada*, que corresponde a la prohibición penal especial, que alcanza sólo a las personas mencionadas por el art. 166 (art. 60-e).

Desde un punto de vista sistemático, el hecho de que los estándares (b) y (c) correspondan a normas punitivas ofrece una razón para diferenciarlos del estándar general de uso, como estándares más exigentes. A la inversa, el hecho de que el estándar (b) corresponda también a la norma administrativa que prohíbe la operación en uso de información privilegiada – norma (iv) del cuadro– representa una razón para no diferenciarlo del estándar general de uso.

2. La distinción entre uso y posesión en la jurisprudencia administrativa chilena

Como se dijo en la sección precedente, la SVS no había distinguido entre la POP y la POU hasta sus resoluciones en el caso *LAN*, las Resoluciones Exentas (en adelante “RE-SVS”) N° 306 y 307, ambas de 6 de junio de 2007⁶⁰. De hecho, el primer caso de *insider trading* posterior a la Ley 19301, el caso *AFP Protección*⁶¹, es un caso de mantención de orden previa y fue calificado escuetamente por la SVS como infracción a la PU del inciso primero del art. 165. En estas resoluciones del caso *LAN*, en cambio, la SVS denominó a la POP como “deber de abstención” siguiendo el uso lingüístico del derecho francés y español⁶². En estas resoluciones la SVS formula una distinción que se ha vuelto rutinaria en su jurisprudencia posterior:

“Del texto legal recién transcrito [i.e. art. 165 L 18045] se desprende la existencia de, a lo menos, tres figuras infraccionales distintas, a saber:

- a) Deber de reserva de la información privilegiada: Consistente en la obligación de confidencialidad de la información que la ley hace pesar sobre cualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación tenga acceso a información privilegiada, teniendo en consecuencia el deber de no divulgar dicha información a terceros ni recomendar transacciones sobre esos valores.
- b) Prohibición de uso de la información privilegiada: Referida a la prohibición de que quien tenga acceso a información privilegiada la utilice intencionalmente en beneficio propio o ajeno.

⁶⁰ BRAVO QUINTANA y BARRA OLIVARES, *Control administrativo*, cit. nota n° 16, pp. 133 ss.

⁶¹ RE-SVS/185, /186 y /187 (31.07.1996). En las RE-SVS/432 y /433 (22.09.2004) se sanciona dos casos de *front running* de *insiders* de inversionistas sin especificar qué norma del art. 165 de la Ley 18045 se entiende infringida. Notablemente, seis años más tarde, habiendo en el intertanto desarrollado su doctrina sobre el deber de abstención, la SVS incurre en la misma calificación ambigua para el *front running* en el caso *Pigumo* (*infra*, sección 3.4).

⁶² BASCUÑÁN RODRÍGUEZ, “Posesión, uso y explotación”, cit. nota n° 1, secciones 3.5.c. y 4.1. La mera expresión “deber de abstención” es equívoca, pues toda prohibición implica un deber de abstenerse de realizar el comportamiento prohibido. En la interpretación de la SVS la norma de comportamiento impone un *deber de abstención de realizar operaciones en el mercado de valores*.

BASCUÑÁN, Antonio “El estatus en el derecho chileno de las operaciones con valores realizadas en ejecución de una orden impartida antes de la posesión de información privilegiada y de su cancelación”.

c) Deber de abstención o prohibición de adquirir valores: Relativa a la prohibición de que pesa sobre quien en razón de su cargo, posición, actividad o relación tenga acceso a información privilegiada, para poder adquirir, para sí o para terceros, directa o indirectamente, los valores sobre los cuales se posee dicha información de carácter privilegiada (sic).⁶³

Esta no es una clasificación exhaustiva ni consistente de las normas de comportamiento establecidas en el art. 165 de la Ley 18045. El cuadro analizado en la sección precedente demuestra que la prohibición de adquirir o enajenar valores en posesión de información privilegiada y la prohibición de valerse de información para obtener beneficios o evitar pérdidas mediante cualquier operación no son normas de comportamiento sistemáticamente contrapuestas, sino que representan dos modos alternativos de lograr la misma finalidad: reforzar las reglas relativas al sistema de flujo de información del mercado de valores para garantizar de ese modo la igualdad de acceso a la información relevante, asegurando con ello la confianza de los inversionistas en la integridad del mercado y contribuyendo así a la eficacia del mercado de valores. Tal como todo el derecho comparado lo demuestra, se trata de dos opciones de política legislativa –la formulación como POP y la formulación como POU, respectivamente– para lograr exactamente la misma finalidad: prohibir aquella operación con información privilegiada que otorga al poseedor una ventaja indebida respecto de los demás inversionistas.

La SVS pretende fundamentar la contraposición entre la POP, denominada “deber de abstención”, y la POU, reducida a un caso innominado de la PU, que abarca también infracciones fiduciarias atentatorias contra los intereses de la fuente de la información, en el hecho de que ésta presupone una intencionalidad referida a la obtención de beneficios o evitación de pérdidas y aquella no. Efectivamente, los arts. 60-e), 60-g) y 165 inciso segundo de la Ley 18045 tipifican el delito/infracción de operar usando información privilegiada, esto es, la infracción a la POU, incluyendo como elemento subjetivo uno que es propio del estándar de explotación, esto es, requiriendo una tendencia interna trascendente referida a un resultado ulterior económicamente satisfactorio para el agente o un tercero. Y también es efectivo que el art. 165 inciso primero prescinde de este requisito subjetivo al configurar la infracción a la POP. Pero eso no implica una diferencia de fundamento de política legislativa entre aquellas normas y esta última. La finalidad de obtener un resultado económico favorable no priva al comportamiento de su carácter de atentado a la (confianza en la) integridad del mercado de valores, sino que constituye un elemento enteramente consistente con ese carácter: en ese resultado se encuentra la ventaja indebida que favorece al poseedor de información privilegiada, cuya evitación constituye el fin de protección de ambas prohibiciones. La diferencia simplemente se explica por razones operativas: la ausencia de un elemento subjetivo especial en la descripción de la infracción alivia la carga de la prueba del acusador.

El hecho de que la infracción de la POP no presuponga una tendencia interna trascendente tampoco implica, por cierto, que no suponga la satisfacción de un estándar de imputación subjetiva. A falta de una regla especial ese estándar es la exigencia de conocimiento de la

⁶³ RE-SVS/306, c. 13; RE-SVS/307, c. 10.

conurrencia de los elementos objetivos de la infracción⁶⁴. En el caso, conocer la información, prever y asentir la realización de la operación y conocer la referencia de la información a los valores que son objeto de la operación. La SVS afirma en sus resoluciones –con razón– que la prescindencia de los elementos subjetivos que caracterizan la utilización de la información no implica la ausencia de imputación subjetiva como fundamento del reproche por infringir el deber de abstención⁶⁵. A partir de esa premisa el razonamiento de la SVS se pierde en confusiones. Primero confunde el conocimiento de la concurrencia de los elementos objetivos de la infracción con el conocimiento del carácter ilícito del comportamiento. Luego confunde la evitabilidad de la ignorancia de la ilicitud con la evitabilidad de la operación. Y basada en las dos confusiones finalmente imputa responsabilidad por omisión imprudente de evitación de la adquisición de los valores en posesión de información privilegiada. Dado sin embargo que nunca estuvo en duda que el acusado conoció la información calificada como privilegiada, que supo de la realización de la operación y asintió a ella y que comprendió que la información se refería a los valores objeto de la operación, la imputación de imprudencia es totalmente impertinente, por redundante⁶⁶.

La explicación de la confusa fundamentación de la SVS se encuentra en que ella sostiene que incluso si fuera efectivo que el acusado impartió el orden de efectuar la operación antes de poseer información privilegiada, la omisión de cancelación de esa orden cuenta como infracción del deber de abstención. La consabida asociación de la negligencia con la omisión, ocasionada por la concepción de la primera como “falta de diligencia y cuidado”, aparece de manifiesto en los siguientes párrafos de la resolución:

“[E]l elemento de culpabilidad del infractor se establece en su falta de diligencia y cuidado al no adoptar medidas de prudencia o precaución que pudieran evitar que incurra en la conducta prohibida.

⁶⁴ Assumo aquí, por razón de simplicidad en la exposición, que el dolo propio del Código Penal, incluso del dolo eventual, es el estándar general de imputación subjetiva para las infracciones administrativas. La tesis de que la responsabilidad sancionatoria administrativa se somete a las reglas generales de la responsabilidad civil extracontractual (art. 44 del Código Civil) opera con un concepto restringido de dolo (“intención positiva de inferir injuria a la persona o propiedad de otro”) al que equipara la culpa grave (“infracción del cuidado que emplean incluso las personas de poca prudencia en sus asuntos propios”). Esa tesis extiende también la responsabilidad administrativa a la culpa leve (la “falta de diligencia o cuidado que los hombres emplean ordinariamente en los asuntos propios”). La exacta conmensuración de las dos estructuras de imputación de responsabilidad excede el propósito de este artículo y es además irrelevante en este contexto. Como se verá, la imputación de responsabilidad por negligencia que hace la SVS en los casos de omisión de cancelar órdenes previas es superflua bajo el estándar de imputación subjetiva del dolo penal.

⁶⁵ RE-SVS/306, c. 16, 17; RE-SVS/307, c. 14, 15.

⁶⁶ Tanto la RE-SVS/396 (c. 16) como la RE-SVS/307 (c. 14) consignan en un párrafo que los infractores actuaron con “falta de diligencia y cuidado” porque “nada indica que haya[n] tomado las medidas o resguardos necesarios para evitar que se produjeran, casual, inadvertida o erróneamente, compras de acciones sujetas a la prohibición legal”. La afirmación es redundante pues, como se ha dicho, nunca se argumentó que ellos no hubieran conocido la concurrencia de todos los elementos integrantes de la infracción. La redundancia alcanza el paroxismo en otro párrafo, donde se afirma que “el infractor realizó la conducta prohibida, a sabiendas o debiendo saberlo, y no empleó diligencia o cuidado para evitarlo” (c. 17, c. 15). Es algo trivial que quien ordena realizar una acción no toma medidas o resguardos para evitar esa acción; pero de eso no se deduce que la acción realizada por orden suya se lea imputable a imprudencia.

BASCUÑÁN, Antonio “El estatus en el derecho chileno de las operaciones con valores realizadas en ejecución de una orden impartida antes de la posesión de información privilegiada y de su cancelación”.

Lo anterior quedó establecido en los descargos de la propia defensa cuando sostuvo que la operación cuestionada obedeció a la aplicación de un modelo –construido en base a variables de conocimiento público– que determina la oportunidad en que es conveniente comprar o vender acciones. Al respecto cabe señalar que ningún modelo por sí solo excusa de la prohibición de comprar teniendo información privilegiada desde el momento que dicha acción depende única y exclusivamente del sujeto que la ejecuta, como es el caso en la especie.”⁶⁷

Esta es una afirmación importante como referencia a la estructura de la orden previa. Entendida en un sentido resulta plenamente consistente con el estatus de la orden previa en el derecho comparado: si el autor de la orden subordina su ejecución a la ratificación o confirmación de la orden por su parte, entonces la ejecución de la orden por él confirmada o ratificada con conocimiento de la información privilegiada cuenta como operación en uso de esa información. Sobre eso no cabe discutir. Pero entendida en otro sentido, la afirmación resulta incompatible con ese estatus: si el autor puede *de facto* cancelar la orden y no lo hace después de conocer información privilegiada, entonces la ejecución de la orden cuenta como infracción de la prohibición de operación en posesión de información privilegiada. Esto contradice la orientación dominante en el derecho comparado sobre el estatus de la orden previa, tanto en el derecho federal estadounidense⁶⁸ como en el derecho común europeo⁶⁹. La jurisprudencia posterior de la SVS afirmó este segundo sentido.

Después de una secuencia de resoluciones que simplemente reiteraron la clasificación tripartita de las normas de comportamiento y la confusa imputación subjetiva⁷⁰, la SVS precisó su posición en el caso *AFP*⁷¹. En este caso los *insiders* de una administradora de fondos de pensiones conocieron información relativa a la persistencia de una OPA, que la SVS calificó como privilegiada, en circunstancias que el mercado la tenía por fallida, y mantuvieron inalterada una orden de compra impartida en un momento previo al conocimiento de esa información. La SVS describe el hecho del siguiente modo:

“No obstante lo anterior, los señores Bezanilla y Rodríguez, estando en conocimiento de la información otorgada por don Cristián Bulnes, referida a la intención de Telefónica S.A. de continuar las negociaciones, no adoptaron las medidas necesarias para dejar sin efecto la orden de compra dada por Pablo Bello antes de recibir la

⁶⁷ RE-SVS/306, c. 16. En el caso de la RE-SVS/307 el acusado no basó su defensa en la orden previa, por lo que se le imputa derechamente la realización voluntaria de la operación (c. 14).

⁶⁸ BASCUÑÁN RODRÍGUEZ, “Posesión, uso y explotación”, cit. nota n° 1, sección 2.5.

⁶⁹ BASCUÑÁN RODRÍGUEZ, “Posesión, uso y explotación”, cit. nota n° 1, sección 3.5.1.

⁷⁰ RE-SVS/659 (27.12.2007) c. 9-11 (desechando el alegato de tratarse de una política de adquisiciones de valores de una sociedad por otra); RE-SVS/660 (27.12.2007) c. 9-11 (ídem); RE-SVS/661 (27.12.2007) c. 10-12 (desechando el alegato de que se trataba de una orden del directorio y no del gerente sancionado); RE-SVS/662 (27.12.2007) c. 9-11 (desechando el alegato de que se trataba de una política permanente de adquisiciones); RE-SVS/527 (18.08.2008) c. 9-11 (desechando el alegato de que se trataba de una política de mantención de portfolio de inversiones); RE-SV/528 (18.08.2008) (ídem); RE-SVS/529 c. 9-11 (18.08.2008) (ídem). La primera resolución de esta secuencia, RE-SVS/308 (06.07.2007) fue revocada por la RE-SVS/384 (24.08.2007), por haberse considerado comprobado que la compra de acciones fue previa a la posesión de información privilegiada.

⁷¹ RE-SVS/245 (22.10.2010).

información, y como consecuencia de ello AFP Habitat adquirió en beneficio de los fondos que administra, 732.091 acciones de CTC-A. (...)”⁷²

Y sobre la base de esa descripción considera que la infracción al deber de abstención ha ocurrido por las siguientes razones:

“[C]orrespondía a los señores Rodríguez y Bezanilla, una vez que estuvieron en posesión de información privilegiada sobre la reanudación de las negociaciones, adoptar las medidas pertinentes para detener la orden de compra de acciones CTC, y de tal modo abstenerse de comprar acciones de dicho emisor respecto del cual estaban en posesión de información privilegiada.”⁷³

La controversia judicial originada por la reclamación interpuesta por los sancionados en contra de la resolución de la SVS⁷⁴ se concentró en dos argumentos: (i) la naturaleza de la información poseída y (ii) el estatus de la orden previa. De los dos argumentos el principal era el primero, y fue el que en definitiva decidió el caso a favor de los reclamantes en todas las instancias judiciales⁷⁵. Con todo, los escritos de litigación de la SVS en este caso contienen un desarrollo de su concepción del deber de abstención y el estatus de la orden previa a la posesión de información privilegiada que es importante analizar.

En su escrito de contestación a la reclamación judicial interpuesta por los sancionados⁷⁶, la SVS no va mucho más allá de su jurisprudencia previa. Así, califica (correctamente) a la infracción al deber de abstención como infracción de peligro abstracto contra la integridad del mercado, vincula (incorrectamente) esa calificación a la ausencia de una tendencia interna trascendente dentro de los elementos de la infracción y califica (también incorrectamente) la omisión de cancelar la orden de compra como negligencia. Además ahora sostiene que la opción de política legislativa expresada en el establecimiento del deber de abstención implica que la disposición no admite interpretación restrictiva alguna. En sus términos:

“En la parte final del inciso 1° del artículo 165, la ley se limita a prohibir la adquisición para sí o para terceros, directa o indirectamente, de valores sobre los cuales se posea información privilegiada, resultando la norma de tal claridad y suficiencia, que no admite interpretación alguna diversa ni requerimientos adicionales a su infracción, como los que pretende hacer valer el reclamante, lo cual responde a una política legislativa explícitamente establecida.”⁷⁷

El escrito de reclamación sólo había sostenido que la imputación de responsabilidad por omitir instrucciones para detener una orden cursada era inconsistente con el contexto de la operación, dado que una vez que los sancionados advirtieron que entrarían en conocimiento

⁷² Resolución citada *supra*, nota n° 71, c. 11.

⁷³ *Ibidem*.

⁷⁴ Juicio seguido ante el 13er Juzgado de Letras en lo Civil de Santiago, Rol N° 7004-2010.

⁷⁵ Sentencia del 13er Letras de Santiago, de 23.05.2011, c. 24-28 (Rol N° 7004-2010); sentencia de la Corte de Apelaciones de Santiago, de 11.01.2013 (Rol Civil-N° 4144-2011); sentencia de la Corte Suprema, de 14.11.2013 (Rol N° 2045-2013).

⁷⁶ Fernando Coloma Correa, *Contesta reclamación de multa* (fs. 77 s).

⁷⁷ Escrito citado *supra*, nota n° 76, p. 26 (fs. 102).

BASCUÑÁN, Antonio “El estatus en el derecho chileno de las operaciones con valores realizadas en ejecución de una orden impartida antes de la posesión de información privilegiada y de su cancelación”.

de información privilegiada interrumpieron la ejecución de la orden. La omisión imputada correspondería a un período intermedio en el que no se había poseído nueva información susceptible de ser calificada como privilegiada⁷⁸. Este argumento sólo es consistente con la defensa de la orden previa si se entiende que la decisión de AFP Habitat de interrumpir la orden de compra de acciones tuvo por objetivo eliminar el riesgo de una acusación de *uso* de información privilegiada. De lo contrario, la propia práctica de AFP Habitat concedería el principio de la SVS, pues asumiría que el poseedor de información privilegiada debe cancelar la orden previa cuando entra en posesión de ella⁷⁹. El escrito de reclamación no hace sin embargo esa distinción, concentrándose en el argumento de la falta de carácter privilegiado de la información poseída al momento en que se imputa la omisión constitutiva de infracción.

No obstante, los reclamantes presentaron durante el juicio un informe en derecho de Alejandro Ferreiro, que entre otras consideraciones impugnaba la deducción de un deber de cancelar órdenes previas a partir del deber de abstención. La tesis de Ferreiro será examinada luego (*infra*, sección 4). Aquí interesa analizar la posición asumida por la SVS en reacción a esa tesis. En su escrito de reposición en contra de la resolución que tuvo por acompañado el informe⁸⁰ la SVS aceptó la posibilidad de que el deber de cancelar una orden previa no fuera exigible como consecuencia del deber de abstención, atendiendo a las particulares circunstancias del caso, pero negó que esas circunstancias concurrieran en el caso *AFP Habitat*. La aceptación de esa posibilidad fue reiterada por la SVS en su escrito de observaciones a la prueba⁸¹. El caso hipotético al que alude la SVS, planteado por Ferreiro como prueba de su tesis, es el dilema que presentaría para la SVS la entrada en posesión de información privilegiada que es inconsistente con la ejecución de la orden: si no se cancela la orden se infringe el deber de abstención y si se la cancela se realiza una acción coincidente con el aprovechamiento de la información para evitar pérdidas. Frente a ese caso hipotético la SVS reconoció la posibilidad de estimarlo excluido del deber de abstención:

“Sobre este punto esta parte concuerda con el informe en cuanto las conductas relativas a información privilegiada y al deber de abstención deben ser analizadas y ponderadas caso a caso, a fin de determinar si éstas son o no constitutivas de infracción.”⁸²

Esto basta para demostrar que la descripción del deber de abstención como una disposición que no admite interpretación restrictiva es incorrecta. Eso es todo lo que se necesita para

⁷⁸ Fernando Barros Tocornal, *Deduce recurso de reclamación* (a fs. 26 s.), p. 19 (fs. 44) y 34-35 (fs. 69-60).

⁷⁹ En su escrito de observaciones a la prueba la SVS observó que los reclamantes concedían con su práctica que el deber de cancelar órdenes previas es parte del deber de abstención (María Luz Schachtebeck Morales, Rodrigo Rivera Belmar, *Se tenga presente* [fs. 373 s.], p. 22 [f. 294]). Como se ha dicho, la concesión no es tal, si se entiende la práctica como una medida preventiva de un eventual uso de la información.

⁸⁰ María Luz Schachtebeck Morales, Rodrigo Rivera Belmar, *Recurre de reposición apelando en subsidio* (fs.308 s.).

⁸¹ María Luz Schachtebeck Morales, Rodrigo Rivera Belmar, *Se tenga presente* (fs. 373 s.).

⁸² Escrito citado *supra*, nota n° 80, pp. 8-9 (fs. 315-316). En el mismo sentido, escrito citado *supra*, nota 81, pp. 30-31 (fs. 402-403).

elaborar una teoría del sentido y alcance de la POP que sea consistente con la protección de la (confianza en la) integridad del mercado de valores en los términos del derecho comparado. Esa teoría no puede desconocer el estatus de la orden previa a la posesión de la información.

Por cierto, la SVS no acepta que toda orden previa a la posesión de información se encuentre exenta del deber de cancelación. En el caso *AFP Habitat*, por ejemplo, dado que la información poseída era consistente con la ejecución de la orden, la SVS consideró que regía íntegramente el deber de cancelar la orden como consecuencia del deber de abstención. La tesis de la SVS no obtuvo sin embargo respaldo judicial: todos los tribunales que conocieron el caso *AFP Habitat* consideraron que la información poseída al momento en que la SVS imputó infracción por omitir la cancelación de la orden no constituía información privilegiada en el sentido del art. 164 de la Ley 18045. El punto se encuentra, pues, pendiente de decisión judicial.

3. La distinción entre uso y posesión en la jurisprudencia judicial chilena

Aún no existe jurisprudencia judicial relativa al estatus de la orden previa a la posesión de información privilegiada bajo el deber de abstención postulado por la SVS. Sí existe jurisprudencia que reconoce ese deber en los términos afirmados por la SVS. Esa jurisprudencia corresponde a cuatro casos: *LAN (Cueto)*, *París (Gálmez)*, *AFP Habitat* y *Pigumo*.

3.1. Caso LAN (Cueto)

En uno de los procesos judiciales originados por el *caso LAN*, el relativo a la reclamación interpuesta en contra de la RE-SVS/307, de 6 de junio de 2007, el 27° Juzgado Civil de Santiago validó la interpretación del art. 165 inciso primero L 18045 por la SVS⁸³. El tribunal sostuvo que la infracción reprochada consistía exclusivamente en “adquirir acciones estando en posesión de información privilegiada”, sin que fuera necesario para su constatación “recurrir (...) al examen de motivaciones subjetivas de culpabilidad del infractor” (c. 10°).

La Corte de Apelaciones de Santiago, conociendo recursos de casación en la forma y apelación⁸⁴, se limitó a confirmar la sentencia de primera instancia, con un extenso voto disidente del abogado integrante, Ángel Cruchaga. Este voto considera que la frase final del inciso primero del art. 165 –en la redacción vigente entre 1994 y 2009– no constituye “una tipificación de una conducta infraccional autónoma”, sino que es parte de la PU (c. 8°). Asimismo, sostiene que postular interpretativamente una POP implica exceder el sentido literal posible de la disposición legal, violando el principio de legalidad y afirmar una restricción legal desproporcionada del derecho de dominio y la libertad económica (c. 15°-18°).

⁸³ Sentencia de 08.01.2009, Rol C-14627-2007.

⁸⁴ Sentencia de 08.03.2010, Rol N° 1044-2009.

BASCUÑÁN, Antonio “El estatus en el derecho chileno de las operaciones con valores realizadas en ejecución de una orden impartida antes de la posesión de información privilegiada y de su cancelación”.

La Corte Suprema, conociendo recursos de casación en la forma y el fondo⁸⁵, en voto unánime también validó la interpretación de la SVS, teniendo presente para ello la historia fidedigna del precepto⁸⁶. Junto con lo anterior, al hacerse cargo de un argumento de interpretación sistemática del reclamante, consistente en que la referencia del inciso cuarto del art. 165 de la Ley 18045 –momento de la transacción– al inciso segundo –POP– y no al inciso primero demostraría que la primera es la única prohibición relevante de *insider trading* en el contexto del art. 165, la Corte sostuvo:

“En el inciso 2° la figura es “valerse de la información privilegiada para obtener beneficios o evitar pérdidas” de suyo diferente de la prohibición contenida en el inciso 1° de no adquirir los valores sobre los cuales posea información privilegiada.

El inciso 4°, lo que hace es determinar la fecha en que se realicen las operaciones a que se refiere el inciso 2°, cuando exista una discrepancia entre la que se registre por el emisor y la de la adquisición o enajenación.”⁸⁷

El segundo párrafo contiene un no-argumento. Que el inciso cuarto tenga esa función es precisamente la base del argumento del reclamante: la regla, que por su naturaleza es aplicable a toda operación, expresamente declara su aplicabilidad sólo a la operación en uso de información privilegiada. En cuanto al primer párrafo, debe entenderse que esa diferencia “de suyo” entre una y otra prohibición se refiere a la tendencia interna trascendente propia de la PU y la POU y ajena a la POP. Pero la Corte omite mencionar la parte de la formulación del inciso segundo que hace a la norma equivalente al deber de abstención, a saber, que la obtención del beneficio y la evitación de la pérdida deben tener lugar “mediante cualquier tipo de operación con los valores a que ella se refiera o con instrumentos cuya rentabilidad esté determinada por esos valores”.

No es para nada evidente, en todo caso, cuan clara resulta dicha diferencia para la Corte Suprema, o al menos para algunos de los integrantes de su Tercera Sala que concurrieron al voto. Pues tratándose del argumento de la restricción inconstitucional del ejercicio del derecho de propiedad y el derecho a la libertad económica, al que se agrega la imputación de discriminación arbitraria, tanto el ministro Sergio Muñoz como el abogado integrante Raúl Lecaros sostuvieron en su voto de prevención respecto del considerando 16°, que desechó el argumento por impertinente en un recurso de casación, que esos derechos no se veían afectados:

“...puesto que, como se ha razonado en la presente sentencia, no se ha sancionado al reclamante por un deber abstracto o inexistente, sino que por el uso de información

⁸⁵ Sentencia de 28.11.2012, Rol N° 3054-2010.

⁸⁶ Sentencia citada *supra* nota n° 85, c. 9° y 10°. La Corte aludió a la propuesta de los senadores Gazmuri y Zaldívar (Andrés), considerándola como la primera oportunidad en que fue sometida a discusión legislativa la norma. Eso es correcto tratándose del art. 165 de la Ley 18045, pero no de su contenido; como se ha visto, ese contenido provenía de las propuestas de modificación al art. 13 de la Ley 18045 (Cámara de Diputados, indicación presidencial: *supra*, sección 2), donde la autonomía de la prohibición de operación en posesión de información privilegiada era aun más evidente.

⁸⁷ Sentencia citada *supra* nota 85, c. 10°.

privilegiada en su favor al momento de comprar acciones de Lan Airlines S.A., empresa en la que ejercía el cargo de Director.”⁸⁸

En otras palabras, o bien esos jueces concurrentes no hacen diferencia entre operar en posesión de información y operar en uso de la misma –pese a que declaran que las normas que prohíben una y otra acción son “de suyo” diferentes– o bien ellos entendieron que la SVS subsumía un caso de auténtico uso bajo la prohibición de operación en posesión de información.

De cualquier modo es claro que la jurisprudencia judicial relativa al caso *LAN* no afirma otra cosa que la autonomía de la POP respecto de la PU o la POU. O sea, lo mismo que ha quedado esclarecido en el nivel del tenor literal del inciso primero del art. 165 Ley 18045 con posterioridad a la entrada en vigencia de la Ley 20382.

3.2. Caso París (Gálmez)

Las reclamaciones interpuestas en contra de las RE-SVS/527, /528 y /529 (18.08.2008) dieron origen tres procesos judiciales que se acumularon ante el 29° Juzgado Civil⁸⁹. El argumento principal de las reclamaciones consistió en negar el carácter de información privilegiada per se de la información contenida en la FECU de las sociedades anónimas, y en subsidio, la inexistencia de un deber de abstención independiente de la prohibición de usar información privilegiada. El 29° Juzgado Civil acogió las reclamaciones precisamente atendiendo al argumento principal, es decir, negando que la información contenida en la FECU del caso satisficiera los requisitos del art. 164 Ley 18045 para ser calificada como información privilegiada (c. 24°), absteniéndose de pronunciarse respecto de las demás alegaciones (c. 28°)⁹⁰. A pesar de ello, a propósito de la naturaleza de la información poseída el tribunal formula un considerando relacionado con la estructura de la infracción:

“[C]omo no hay disputa en cuanto a que lo perseguido es evitar ventajas inmerecidas, debe quedar igualmente claro el agravio a terceros que de tales hechos se derive, así como la culpa o dolo, según el caso, del que resulta beneficiado o derechamente se aprovecha de la información que conoce. Sostener lo contrario importaría una suerte de responsabilidad objetiva, que ninguna relación guarda con el establecimiento legal.”⁹¹

El argumento, que en el contexto de la sentencia no pasa de ser un *dictum*, incurre manifiestamente en una confusión: del hecho que se requiera satisfacer el estándar de imputación subjetiva propio del dolo no se deduce que el aprovechamiento de la información sea un elemento de la infracción. Por lo mismo, del hecho que el aprovechamiento no sea un elemento de la infracción no se deduce que la responsabilidad por dicha infracción sea objetiva. El equivalente al dolo que es propio de la infracción a la POP es el conocimiento de la información, de la operación y de la referencia de la información a los valores objeto de la operación, y, si se quiere, la voluntad de realizar la

⁸⁸ Sentencia citada *supra* nota 85, considerando único del voto de prevención.

⁸⁹ Causa Rol Nº 21.911.2008, a la que se acumularon la causa Rol Nº 23.365-2008 del 17° Juzgado Civil de Santiago, y la causa Rol Nº 23.362-2008, del 11° Juzgado Civil de Santiago.

⁹⁰ Sentencia de 02.03.2011.

⁹¹ Sentencia citada *supra* nota n° 90, c. 21°.

BASCUÑÁN, Antonio “El estatus en el derecho chileno de las operaciones con valores realizadas en ejecución de una orden impartida antes de la posesión de información privilegiada y de su cancelación”.

operación. Ese conocimiento y la voluntad correlativa nunca fueron negados en el caso. Luego, el dolo propio de la infracción imputada estaba probado.

La Corte de Apelaciones de Santiago, conociendo de un recurso de apelación interpuesto por la SVS, confirmó por unanimidad la sentencia de primera instancia sin mayores fundamentos⁹². La Corte Suprema, conociendo de un recurso de casación en el fondo interpuesto por la SVS, en acuerdo dividido con 3 votos a favor y 2 votos en contra, revocó la sentencia de primera instancia, rechazó las reclamaciones interpuestas en contra de las resoluciones de la SVS y mantuvo las multas impuestas por la SVS en sus resoluciones⁹³.

En lo que respecta a la interpretación del art. 165 de la Ley 18045 es indispensable analizar primero la sentencia de casación y luego la sentencia de reemplazo. En su recurso la SVS imputó error de derecho al argumento del 29° Juzgado Civil arriba transcrito, considerando que confundía “los elementos configurativos de la responsabilidad extracontractual” con la responsabilidad por la infracción del deber de abstención. En la sentencia de casación la Corte acogió este argumento sosteniendo lo siguiente:

“Décimo Sexto: Que el artículo 165 de la Ley N° 18.045 vigente a agosto de 2004, establecía la prohibición total de adquisición para sí o para terceros de los valores respecto de los cuales se posea información privilegiada, y su incumplimiento trae como consecuencia la imposición de las sanciones señaladas en la ley, de esta manera yerran nuevamente los jueces del fondo al exigir intencionalidad en la conducta de los reclamantes como supuesto necesario para que proceda la aplicación de una sanción por infracción a la prohibición de adquisición de acciones haciendo uso de información privilegiada, porque es un requisito que el inciso 1° del artículo 165 de la Ley N° 18045 no exige, lo que esta norma establece es un deber de conducta que persigue la transparencia del mercado de valores como forma de velar por la fe pública.

De esta manera la sentencia recurrida ha cometido un nuevo error de derecho en la interpretación del artículo 165 de la Ley de Mercado de Valores en relación con la aplicación de los artículos 19, 20, 21 y 22 inciso 1 del Código Civil al estimar que debía demostrarse la existencia de culpa o dolo en la persona del infractor.”

El argumento de la Corte sería altamente problemático si por “intencionalidad” se entendiera el conocimiento de la concurrencia de los elementos objetivos de la infracción. En cambio, el argumento es sistemáticamente obvio si se postula la autonomía del deber de abstención –la POP– como norma de comportamiento y si por “intencionalidad” se entiende cualquier elemento subjetivo correspondiente al aprovechamiento de la información o la tendencia interna intensificada de obtener un provecho o evitar una pérdida. Así es como debería entenderse. Pero la sentencia de reemplazo no contribuye precisamente a su esclarecimiento. Los considerandos pertinentes son los siguientes:

⁹² Sentencia de 26.07.2012, causa Rol N° C-2820-2011.

⁹³ Sentencia de 11.11.2013, causa Rol N° 7340-2012. El voto disidente de los abogados integrantes Jorge Baraona y Alfredo Prieto se basó exclusivamente en consideraciones relativas a la calidad de la información poseída por los sancionados.

“**Noveno:** Que en relación a los elementos sistemático y teleológico, los reclamantes indican que la conducta que se proscribe es usar y valerse de la información privilegiada con la finalidad de obtener ventajas indebidas en relación al mercado. Se pretende sancionar a quienes, aprovechándose de información privilegiada obtienen ganancias ilegítimas, pero no sancionar a quienes operan sin consideración de la información privilegiada que se asume.”

La intención del sujeto infractor en cuanto a la obtención de beneficios no debe ser tenida en consideración para configurar la vulneración de este mandato legal.

En tal sentido, todo uso de información privilegiada conlleva una idea de ganancia o asume la idea de beneficio, es parte de su esencia, en tanto el sujeto sabe que por medio de su uso está en una posición de ventaja comparativa con el resto de los inversores. Una cuestión distinta es que ello, en definitiva, no suceda. De manera tal, que no es algo que deba acreditarse, sólo bastará con probar tal actuar. (Caso Lan y Uso de Información Privilegiada, María Fernanda Vásquez Palma, op. citada, pp. 475-476).

Décimo: Que en lo referido a la intencionalidad de la conducta de los reclamantes, como supuesto necesario invocado por éstos para que proceda la aplicación de una sanción por infracción a la prohibición de adquisición de acciones haciendo uso de información privilegiada, el inciso 1° del artículo 165 de la Ley N° 18045, no la exige, lo que esta norma establece es un deber de conducta que según lo expuesto en el considerando décimo del fallo de casación que se da por reproducido, persigue la transparencia del mercado de valores como forma de velar por la fe pública.”

Estos considerandos demuestran que la Corte Suprema está lejos de comprender adecuadamente la diferencia entre la POP y la POU como formulaciones alternativas de la prohibición del *insider trading* y su relevancia para la interpretación del art. 165 de la Ley 18045. La Corte parece entender que todo el problema de la intencionalidad radica en decidir si la tendencia interna trascendente consistente en obtener un beneficio o evitar un perjuicio es o no un elemento de la infracción imputada. Y siguiendo a la SVS, la Corte responde que no lo es. Conforme al tenor literal del art. 165, eso se puede predicar de la prohibición de adquisición de valores en posesión de información privilegiada, si es que se le atribuye autonomía como POP. Pero la Corte no parece atribuirle esa autonomía. Pues en el último párrafo del considerando 9° deja entender que la prescindencia de la mención del elemento subjetivo especial en el deber de abstención se basa en su obviedad cuando se usa de información privilegiada, confundiendo la ausencia del elemento subjetivo con la irrelevancia del resultado. Que aquí hay una confusión de la Corte lo demuestra además su cita a María Fernanda Vásquez: esta es la autora que más decididamente ha negado la autonomía del deber de abstención frente a la PU antes de la Ley 20382 (*infra*, sección 4).

3.3. Caso AFP Habitat

Como se dijo en la sección 3 la sanción de la SVS los ejecutivos de *AFP Habitat* fue revocada por los tribunales en atención al carácter no privilegiado de la información poseída al momento en que la SVS consideró que se habría incurrido en infracción al deber de abstención por omisión de cancelación de la orden de compra de acciones. En razón de ello, tanto el tribunal de primera como de segunda instancia se abstuvieron de pronunciarse acerca de la exigibilidad del deber de cancelar órdenes previas. La Corte Suprema, en

BASCUÑÁN, Antonio “El estatus en el derecho chileno de las operaciones con valores realizadas en ejecución de una orden impartida antes de la posesión de información privilegiada y de su cancelación”.

cambio, en un *dictum* compartido por cuatro de los integrantes de su Tercera Sala⁹⁴ se pronunció indirectamente sobre el punto:

“**Vigésimo primero:** Que relacionado con lo desarrollado precedentemente, tampoco puede soslayarse que el uso y aprovechamiento de información privilegiada se puede asimilar *lato sensu* al concepto de fraude, toda vez que quien echa mano a sus posibilidades y efectos evidentemente actúa con engaño respecto de los demás agentes del mercado, desde el momento que se aprovecha de un elemento o circunstancia ignorada por los demás, que a la postre incide en la obtención de una ventaja proscrita por el ordenamiento, o al menos lo sitúa en una posición comparativamente mejor para su logro. Como todo nuestro sistema de responsabilidad, por regla general, aquella que surge como consecuencia de su utilización y aprovechamiento se encuentra indisolublemente vinculada con una actuación de propósito, en la que el privilegio se emplea deliberadamente, o al menos en una situación en la cual no podía sino menos que preverse que el o los antecedentes con los que se operaba obligaban a la abstención, en términos de lo que prohíbe el artículo 165 de la Ley de Mercado de Valores, en aras a resguardar la transparencia del mercado y una sana competencia en el intercambio de los títulos valores transados en él.

Lo razonado no es sino la aplicación de principios generales del derecho, desde el momento que el lucro así generado es consecuencia de un enriquecimiento ilícito, refractario por definición a elementales normas jurídicas.

Sin embargo, del mismo modo constituye un principio del derecho de cualquier comunidad civilizada el que la buena fe, la rectitud de proceder se presume, pues las relaciones entre los distintos agentes tienen necesariamente que construirse a su alrededor. Este principio, por lo demás, se encuentra sancionado positivamente en las reglas de nuestro derecho privado, y siendo, como lo es, la consagración legal de un principio general de derecho, su aplicación en el caso de marras resulta pacífica.

Sobre el particular, cabe destacar que no se acreditó en los hechos que se conocieron en este proceso, y que se han dado latamente por establecidos en los considerados precedentes, que los actores hayan vulnerado la rectitud de proceder, de manera que a su respecto pudiere surgir siquiera una duda sobre su buena fe. La decisión de adquirir, en su momento, acciones de la compañía sobre la cual se llevó a cabo la tantas veces mencionada OPA y, a su vez, su posterior venta, de todo cuanto se haya consignado y desarrollado en esta decisión, resulta corresponder a una operación comercial resuelta y ejecutada en apego al ordenamiento, con la convicción de que una y otra representaban las decisiones estratégicas pertinentes en lo que al incremento y cuidado del patrimonio administrado se refiere, y en ese entendido, actuando en todo momento de buena fe y dentro de los cauces que el ordenamiento exigía, no resulta procedente acudir al ejercicio de la potestad administrativa sancionatoria cuestionada en el presente reclamo, pues la actuación conforme a derecho no puede conllevar consecuencias que se reservan para el caso contrario.

Que la conclusión anterior se impone igualmente si se considera que el principio de la buena fe, en su fase objetiva, está constituida por la conducta que se puede esperar de un hombre correcto. Es un estándar que debe ser apreciado en abstracto, contrariamente a lo que ocurre con la buena fe subjetiva, la cual es ponderada en concreto. Esta es empleada como sinónimo de probidad, lealtad, confianza, seguridad y

⁹⁴Los ministros Sergio Muñoz, Héctor Carreño y Pedro Pierry, y el abogado integrante y redactor de la sentencia, Alfredo Prieto. No compartió el *dictum* la ministra María Eugenia Sandoval.

honorabilidad. Es por ello que ha tenido su mayor desarrollo en el negocio jurídico, orbitando todo el iter contractual, desde los tratos preliminares, celebración del contrato preparatorio o/y definitivo, cumplimiento del contrato e, incluso, en las relaciones post contractuales. Es así como el artículo 1546 del Código Civil señala que “*los contratos deben ejecutarse de buena fe, y por consiguiente obligan no sólo a lo que en ellos se expresa, sino a todas las cosas que emanan precisamente de la naturaleza de la obligación, o que por la ley o la costumbre pertenecen a ella.*”⁹⁵

Este considerando bien puede ser calificado como el epítome de la incomprensión judicial de la regulación del *insider trading* y, en el caso concreto, de la incomprensión del sentido de los cargos imputados por la SVS a los *insiders* de AFP Habitat. Nunca se les imputó utilización de la información en beneficio propio o ajeno, en el sentido en que la prohibición del art. 165 inciso primero de la Ley 18045 coincide con las prohibiciones de los arts. 42 N° 6 y 7 y 50 de la Ley 18046, es decir, en su sentido de infracción a un deber fiduciario para con la fuente de la información⁹⁶.

Además, si algo caracteriza a la regulación del *insider trading* en el derecho comparado cuando adopta un modelo de regulación directa como el de la R 14e-3 SEC, o como el surgido en Europa y el establecido en Chile por la Ley 19301, es su independencia respecto de la noción de fraude. El que incurre en el *insider trading* expresamente prohibido, incluso bajo el estándar de explotación, no requiere cometer administración desleal respecto de la fuente de información, ni cometer estafa respecto de su contraparte en la transacción: incurre en un atentado de peligro abstracto contra el bien jurídico colectivo de la (confianza en la) integridad del mercado de valores.

Finalmente, cualquier consideración relativa a los requisitos que debe satisfacer el comportamiento para ser calificado como uso de información privilegiada se encuentra fuera de lugar cuando lo que se imputa es una infracción a una POP.

Lo dicho no impide reconocer en el *dictum* un punto de apoyo para la elaboración de una teoría correcta de la posición sistemática de la POP en el derecho chileno. El punto de apoyo estaría en la prioridad conceptual del uso de la información desde el punto de vista de la finalidad de protección de la prohibición del *insider trading*. Si el *insider trading* es un atentado contra la (confianza en la) integridad del mercado de valores debido a la ventaja indebida que otorga la posesión de información, entonces sólo la constatación de uso de la información corresponde a la prueba del atentado, y la constatación de posesión de la información no puede corresponder más que a la prueba de un riesgo de atentado. Si se entiende que la Corte usa el desafortunado término “fraude” para referirse a ese atentado, entonces puede aceptarse su argumento como una razonable precaución judicial respecto de los límites de una prohibición de riesgo que aparece como una presunción de atentado. En eso el *dictum* de la Corte se alinea por completo con la sentencia de la ECJ en el caso *Spector*⁹⁷. Pero, claro está, para eso hay que traducirlo.

⁹⁵ Corte Suprema, sentencia de 14.11.2013 (Rol N° 2045-2013).

⁹⁶ Debe reconocerse que este hecho quedó oscurecido por la decisión de la SVS de formular cargos sólo contra los ejecutivos de AFP Habitat en vez de formularlos principalmente contra la administradora misma, lo que habría sido correcto: quien compró las acciones fue esa persona jurídica.

⁹⁷ BASCUÑÁN RODRÍGUEZ, “Posesión, uso y explotación”, cit. nota n° 1, sección 3.3.

BASCUÑÁN, Antonio “El estatus en el derecho chileno de las operaciones con valores realizadas en ejecución de una orden impartida antes de la posesión de información privilegiada y de su cancelación”.

3.4. Caso Pigumo

La última de las sentencias analizadas en esta sección no corresponde a un caso de operación indirecta mediante una orden previa, sino de operación directa. Los destinatarios de los cargos de la SVS fueron una sociedad –Inversiones y Asesorías Pigumo Ltda.– y dos personas naturales que eran sus socios y que además se desempeñaban como ejecutivos principales (gerente general y gerente de inversiones) de una corredora de bolsa –Euroamérica Corredores de Bolsa S.A.–, la cual realizaba operaciones a nombre de Euroamérica Seguros de Vida S.A., una aseguradora e inversionista institucional conforme al art. 4º-e) de la Ley 18045. La SVS formuló cargos por uso de información privilegiada aduciendo *front running*, es decir, operaciones previas por Pigumo con los valores sobre los que luego eran realizadas las operaciones por cuenta de la aseguradora. En su resolución condenatoria, la SVS dio por probada la posesión de información privilegiada –la relativa al movimiento de cartera del inversionista institucional– al momento de realizar las operaciones a nombre de Pigumo, infirió de ello el uso de la información en la adquisición de las acciones y con una ambigüedad rayana en el abuso administrativo calificó el hecho de “contravención a lo dispuesto en el artículo 165 en relación al artículo 164 de la Ley N° 18.045 de Mercado de Valores”⁹⁸.

La sentencia de primera instancia rechazó las reclamaciones interpuestas en contra de la resolución de la SVS⁹⁹ y fue confirmada por la sentencia de segunda instancia¹⁰⁰. Una de las personas naturales reclamantes interpuso recurso de casación en el fondo ante la Corte Suprema, objetando la calificación de la información como privilegiada y la inferencia del uso a partir de la presunción de posesión conforme al art. 166-d) de la Ley 18045¹⁰¹. La segunda objeción tiene dos sentidos distintos en el contexto del recurso. Un sentido de la objeción es que la regla de presunción de posesión no establece una presunción de que el conocimiento de la información haya influido sobre la operación; en este sentido, “usar” la información es hacer de ella razón o motivo de la decisión de operar. Otro sentido de la objeción es que la regla de presunción de posesión no establece una presunción de intervención en la realización de una operación; en este sentido, “usar” la información es operar. Desde todo punto de vista es evidente que la premisa normativa de la segunda objeción resulta incontrovertible: la prueba de la intervención en la operación prohibida es por completo independiente de la prueba de la posesión de información privilegiada. Esto

⁹⁸ RE-SVS 414-2010, de 13.07.2010, c. 2 y 11.

⁹⁹ 3er Juzgado Civil de Santiago, sentencia de 12.12.2013 (C-14766-2010).

¹⁰⁰ Corte de Apelaciones de Santiago, sentencia de 06.11.2014 (Rol N° 819-2014).

¹⁰¹ Corte Suprema, sentencia de 20.01.2016 (Rol N° 3771-2015). La ley vigente al momento de los hechos del caso era la versión del art. 166 conforme a la Ley 19301, que restringía en un inciso segundo la presunción de posesión a la información del art. 164 inciso segundo -movimiento de cartera del inversionista institucional- y a la colocación de primeras emisiones. Ni la SVS ni los tribunales de justicia precisan qué versión consideran aplicable -si la vigente al momento de los hechos o la vigente al momento de la sentencia, modificada por la Ley 20382-. Eso es explicable atendida la continuidad de la norma en lo que resulta pertinente al caso. El voto disidente del ministro Rodrigo Correa formula la distinción para efectos de las normas de comportamiento, aplicando la ley vigente al momento de los hechos. La Corte en cambio, aunque en un *dictum*, incluso cita la norma de comportamiento introducida por la Ley 20382 como norma aplicable al caso (*infra*, nota 102).

es lo que afirma –con toda razón– el voto disidente del Abogado integrante Rodrigo Correa. Es sencillamente incomprensible que la Corte Suprema no atribuyera importancia al hecho de que no existiera prueba en el proceso referida a algún comportamiento específico del reclamante que permitiera fundar la atribución a él de responsabilidad como coautor de la operación¹⁰².

En cuanto a la primera objeción, que es la que interesa en este contexto, la respuesta de la Corte Suprema consistió en sustituir la calificación de la infracción como operación en uso de información por su calificación como operación en posesión de información. En efecto, a pesar de que ni la SVS ni el tribunal de primera instancia consideraron específicamente infringido el deber de abstención –la POP– y que ese fue precisamente el fundamento de la objeción del recurrente, la Corte desde un inicio tematiza esa objeción del recurrente como un capítulo “relativo al deber de abstención que pesa sobre quienes posean información privilegiada” (c. 1º). Luego, después de plantear como cuestión específica a examinar si la presunción de posesión del art. 166 “habilita también al sentenciador para presumir también el uso de la información privilegiada o sólo dice relación con la posesión de ésta” (c. 12º), decide responder a esa interrogante sosteniendo que el art. 165 inciso primero establece diversas prohibiciones que recaen sobre poseedores de información privilegiada¹⁰³, que el art. 166 establece una presunción de posesión, y que dentro de las prohibiciones se encuentra el deber de abstención. En sus propias palabras:

“La jurisprudencia de esta Corte ha establecido que la norma del artículo 165 antes transcrita prohíbe adquirir valores sobre los cuales se posea información privilegiada, estableciendo un deber de conducta que persigue la transparencia del mercado de valores como forma de velar por la fe pública (Corte Suprema, Roles N°s 3.054-2010 y 7.340-2012).

En otros términos, el reclamante, como gerente general de la Corredora, poseía información privilegiada, y sobre él recaía la prohibición de adquirir o enajenar para sí o para tercero -Pigumo- los valores sobre los que recaía esa información.”¹⁰⁴

Aparte de la falta de cuidado en la identificación de la norma aplicable¹⁰⁵ cabe reprochar al voto de mayoría su incapacidad para distinguir conceptualmente entre la PU, la POP y la POU del art 165 como normas diferentes en la configuración del comportamiento

¹⁰² En su cons. 18º la Corte pareciera dar a entender que la calidad de gerente general de Pigumo y de la corredora de bolsa detentada por el reclamante basta para imputarle responsabilidad por las operaciones realizadas por el gerente de inversiones de ambas, quizás en comisión por omisión. Pero para eso habría sido indispensable como mínimo la prueba de su conocimiento de las operaciones. Y según el voto disidente ni siquiera ese mínimo se encontraba satisfecho. Además, en ese mismo considerando la Corte confunde el rechazo de la objeción en este sentido con su rechazo en el otro sentido, basada en la existencia de programas de operación que eran independientes de la posesión de información relativa a la aseguradora.

¹⁰³ El texto que la Corte transcribe es el de la disposición conforme a su redacción modificada por la Ley 20382. El hecho de que el recurrente fuera considerado poseedor de la información por una condición personal no subsumible bajo el nuevo art. 165 inciso primero ni siquiera fue motivo de consideración por la Corte o el recurrente.

¹⁰⁴ Sentencia cit. nota n° 101, c. 14º.

¹⁰⁵ Indistintamente la Corte cita la norma introducida por la Ley 20382 (*supra*, notas n° 100 y 103), la norma previa a esa modificación -sólo prohibición de adquirir, conforme a las sentencias anteriores- y de nuevo la norma modificada -prohibición de adquirir y enajenar-.

BASCUÑÁN, Antonio “El estatus en el derecho chileno de las operaciones con valores realizadas en ejecución de una orden impartida antes de la posesión de información privilegiada y de su cancelación”.

prohibido. Esa falta de disposición de la Corte Suprema para hacer valer las diferenciaciones establecidas por la ley tiene naturalmente el efecto de respaldar la abusiva ambigüedad en la formulación de cargos y condenas por la SVS: si la prueba bajo el cargo formulado resulta insuficiente, la Corte cambia la calificación inicial del hecho por una probatoriamente menos exigente.

Desde otro punto de vista, sin embargo, la manera que la Corte tiene de entender este juego indiferenciado de la PU, la POP y la POU, al menos en el nivel de referencia de las sanciones administrativas, admite una reformulación consistente con el derecho comparado. En tanto la POP sea una regla que hace operativa la POU bajo una presunción robusta de uso a partir de la posesión, la Corte se abre a su refutación. Así entendido el caso *Pigumo*, lo que se tiene es una validación por la Corte Suprema de una drástica inversión de la carga de la prueba para desvirtuar la inferencia de uso a partir de la prueba de la posesión. Así entendida la posición de la Corte, ella se alinea una vez más con la sentencia de la ECJ en el caso *Spector*. Pero, al igual que en el caso *AFP Habitat*, para entenderla así hay que traducir sus términos.

4. La distinción entre uso y posesión en la doctrina chilena

La doctrina chilena relativa al *insider trading* no se ha ocupado de la distinción entre uso y posesión de la información sino hasta tiempos recientes¹⁰⁶.

Bajo la redacción del art. 165 Ley 18045 vigente entre 1994 y 2009 y tomando en consideración las sentencias de primera y segunda instancia en el caso *LAN (Cueto)* María Fernanda Vásquez negó la existencia de una POP como norma distinta e independiente de la PU¹⁰⁷. Su razonamiento parece basarse en suponer una única norma de comportamiento fundamental, la prohibición de usar la información privilegiada sin especificación ulterior del modo en que se concreta ese uso –la PU–, de la cual todas las demás normas del art. 165 serían una proyección o concreción. Dado que la modificación introducida por la Ley 20382 ha desautorizado su postura en lo que respecta al deber de abstención, no es necesario hacerse cargo de ella en este lugar. Basta en todo caso con observar dos cosas: (i) que sin la concreción del conocimiento de la información privilegiada en una operación (o su cancelación) no hay afectación de la (confianza en la) integridad del mercado de valores, por lo que la PU no es una norma orientada exclusiva ni primariamente a la protección de ese bien jurídico, y (ii) que sin perjuicio de la posibilidad de clasificar las distintas normas de comportamiento del art. 165 en grupos y reconocer relaciones de género-especie en cada grupo, es claro que se requiere subsumir el comportamiento en alguno de los supuestos de hecho de esas normas para justificar una sanción y que basta con la subsunción en cualquiera de ellos para justificarla.

¹⁰⁶ Para un vistazo general, GARCÍA PALOMINOS, “Modelo de protección”, cit. nota n° 3.

¹⁰⁷ VÁSQUEZ PALMA, María Fernanda, “Caso LAN y uso de información privilegiada: Un análisis de la correcta delimitación de las infracciones legales”, *Ius et Praxis* n° 16 (2010), pp. 461-484, 471-476; de la misma, “Revisión del ámbito”, cit. nota n° 16, pp. 279-285. No deja de ser curioso que las dos obras de esta autora hayan sido citadas por la Corte Suprema en las sentencias que respaldaron la interpretación de la SVS.

En la posición opuesta a la autora recién mencionada se encuentra Rafael Mery¹⁰⁸, quien respecto del mismo precepto y teniendo a la vista la sentencia de la Corte Suprema en el caso *LAN (Cueto)* considera que la interpretación correcta del inciso primero consiste en reconocer a la prohibición de adquirir valores en posesión de información privilegiada autonomía como POP respecto de la PU y/o la PUO. Además, Mery sostiene que el tipo infraccional del deber de abstención sería “objetivo, donde el elemento subjetivo o intencional sería irrelevante para la configuración de la infracción”¹⁰⁹. Con esa observación Mery incurre en el mismo error que el 29° Juzgado Civil en el considerando 21° de su sentencia en el caso *París (Gálmez)*: del hecho que la tendencia interna trascendente no sea un elemento subjetivo de la infracción no se deduce que no haya que satisfacer un estándar de imputación subjetiva para atribuir responsabilidad por la infracción. Como mínimo el infractor tiene que conocer la información, conocer la realización de la operación y conocer que la información se refiere a los valores sobre los que recae la operación.

La posición de Mery es compartida por Francisco Pfeffer Urquiaga. En un comentario a la jurisprudencia de la Corte Suprema previa a los casos *LAN, París* y *AFP Habitat*¹¹⁰ este autor distinguió a la “obligación de no adquirir para sí o para terceros los valores sobre los cuales posea información privilegiada” como una norma de comportamiento autónoma dentro del art. 165 Ley 18045 y sostuvo que su incumplimiento implicaba un quebrantamiento de la norma de comportamiento que validaba el castigo por su infracción. Reproduciendo la retórica empleada por la SVS en sus resoluciones, aunque sin citarlas, Pfeffer describe la prohibición como “un impedimento total y absoluto de compra” y califica a la disposición legal como “la fuente de la prohibición y (...) el obstáculo insalvable que deberá acatarse como norma de conducta”¹¹¹. También sugiere¹¹² que esa comprensión de la regla se encuentra en la sentencia de la Corte Suprema en el caso *Parodi y otros contra SVS*¹¹³.

Aunque la cuestión ya no sea relevante después de la entrada en vigencia de la Ley 20382, cabe señalar que es falso que la Corte Suprema haya validado la afirmación de un deber de abstención autónomo en la última sentencia mencionada. Cuando la Corte caracteriza al art. 165 en esa sentencia como “la prohibición total de adquisición o venta para sí o para terceros de los valores respecto de los cuales se posea información privilegiada” no afirma que sea una POP, sino una prohibición dirigida a cualquiera. Esto último era lo controvertido en ese caso. El hecho de que la Corte asuma que la prohibición abarca tanto la adquisición como la venta demuestra que no está pensando en la regla del inciso primero

¹⁰⁸ MERY NIETO, Rafael, “Información privilegiada, ficha estadística codificada uniforme (FECU) y deber de abstención: Comentario a la sentencia de la Corte Suprema en el caso LAN”, *Anuario de Derecho Público UDP* 2013, pp. 316-335, 329-331.

¹⁰⁹ MERY NIETO, “Información privilegiada, cit. nota n° 108, p. 331.

¹¹⁰ PFEFFER URQUIAGA, Francisco, “Concepto de información privilegiada y deberes de conducta de quienes están en posesión de ella, a la luz de la jurisprudencia emanada de la Excm. Corte Suprema”, *Revista Chilena de Derecho Comercial* n° 1 (2010), pp. 155-181, 178-180.

¹¹¹ PFEFFER URQUIAGA, “Concepto”, cit. nota n° 110, p. 179.

¹¹² *Ibíd.*, nota 28.

¹¹³ Sentencia de 27.10.2005, causa Rol N° 4930-2004.

BASCUÑÁN, Antonio “El estatus en el derecho chileno de las operaciones con valores realizadas en ejecución de una orden impartida antes de la posesión de información privilegiada y de su cancelación”.

del art. 165 Ley 18045, que a esa fecha sólo abarcaba la adquisición de valores, sino en una combinación indiferenciada entre esa regla y la PUO del inciso segundo¹¹⁴.

En cuanto a la caracterización que Pfeffer hace del deber de abstención como “impedimento total y absoluto”, se trata de una expresión retórica que la SVS aplica incluso a la PUO establecida en el inciso segundo del art. 165 Ley 18045¹¹⁵. Su empleo sólo indica que algún elemento objetivo o subjetivo que la contraparte alega no haberse probado es irrelevante para la infracción que se imputa. En el caso de la POP, se trata la prueba del aprovechamiento o la intención de obtener un beneficio o evitar una pérdida; en el caso de la PU o la PUO, se trata de la obtención efectiva del beneficio o la evitación efectiva de la pérdida perseguidas.

En un comentario reciente a la jurisprudencia de la Corte Suprema¹¹⁶, dentro de la cual se encuentra sus sentencias en los casos *LAN (Cueto)* y *París (Gálmez)*, Pfeffer sostiene que la Corte ha dejado de distinguir entre el deber de abstención y la prohibición de uso de información privilegiada. Como se ha visto, lo correcto sería afirmar que la Corte Suprema aún no ha distinguido adecuadamente entre el estándar de posesión y el estándar de uso como modelos alternativos para la formulación de la prohibición del *insider trading*, ni de advertir las consecuencias que se derivan de esa distinción para la interpretación del art. 165 Ley 18045. Pero Pfeffer no constata un defecto de las sentencias que comenta, sino que les atribuye una tesis interpretativa. En sus propias palabras:

“Las sentencias dictadas por la Excm. Corte Suprema [i.e., caso *LAN(Cueto)* y *París (Gálmez)*] (...) asentaron dos nuevos criterios, a saber (...) / b) Que el artículo 165 de la LMV establece una prohibición total para comprar o vender valores exigible a todo quien posea información privilegiada, sin que sea posible distinguir entre un deber de abstención y una prohibición de usar información privilegiada. Quien posee información privilegiada no puede operar en el mercado de valores mientras la información mantenga ese carácter¹¹⁷.

(...)

En suma, (...) se desestima la distinción entre un supuesto deber de abstención diverso a la prohibición de uso. Existe un único deber que consiste en no operar en conocimiento de información privilegiada.”¹¹⁸

Esto es falso. La Corte Suprema no afirmó en esas sentencias que el art. 165 de la Ley 18045 establezca una única norma de comportamiento. Y por lo demás, antes de la entrada en vigencia de la Ley 20382 ningún tribunal habría podido afirmar interpretando el art. 165 que el deber de abstención prohibía *vender* valores sobre los que se posee información privilegiada, pues su inciso primero sólo prohibía a ese respecto la operación consistente en *adquirir* valores, como tantas veces de ha dicho. Es cierto que en esas dos sentencias de la

¹¹⁴ BASCUÑÁN RODRÍGUEZ, “La regulación”, cit. nota n° 10, pp. 111-112, nota 48.

¹¹⁵ RE-SVS/229 (14.04.2011), c. 11.

¹¹⁶ PFEFFER URQUIAGA, Francisco, “Información privilegiada. Criterios asentados en últimas sentencias de la Exma. Corte Suprema”, *Revista Gaceta Jurídica* n° 408 (2014)7-14.

¹¹⁷ PFEFFER URQUIAGA, “Información privilegiada”, cit. nota n° 116, pp. 9-10.

¹¹⁸ *Op. cit.* p. 11.

Corte Suprema hay una falta de distinción entre la POP y la POU, pero ese déficit no se traduce en ellas en un predominio exclusivo de la primera, como pretende Pfeffer y quisiera la SVS, sino en una confusión de ambas formulaciones de la prohibición. Ni siquiera en el caso *Pigumo* -posterior al artículo de Pfeffer- puede advertirse en la Corte Suprema una tesis interpretativa definida. Lo que hay es confusión conceptual debida a ausencia de reflexión suficiente sobre el posible sentido y alcance del precepto legal¹¹⁹.

El aporte doctrinario más elaborado sobre la POP en el contexto del art. 165 de la Ley 18045 y el estatus de la orden previa se encuentra en el informe en derecho elaborado por Alejandro Ferreiro por encargo de la defensa jurídica de Cristián Rodríguez y Alejandro Bezanilla, los reclamantes en el caso *AFP Habitat*¹²⁰. La parte más extensa del informe se encuentra dedicada al examen de la calificación como privilegiada de la información poseída al momento de la omisión de cancelación de una orden de compra que la SVS imputa. En relación con el análisis del deber de abstención, Ferreiro sostiene en lo esencial las siguientes tesis¹²¹:

- (i) la SVS distingue entre el deber de abstención y la prohibición de uso de información privilegiada atendiendo a una diferencia relativa a los elementos subjetivos de las respectivas infracciones: el uso prohibido exige la concurrencia de un dolo asociado a la búsqueda de un beneficio, la infracción al deber de abstención, no¹²²;
- (ii) la distinción (i) implica que para el deber de abstención es indiferente el impacto que la información privilegiada pueda tener sobre el precio del valor;
- (iii) según la SVS del deber de abstención se deriva un deber de cancelación de órdenes previas cuando se entra en posesión de información privilegiada;
- (iv) las tesis (i), (ii) y (iii) conducen a un dilema irresoluble cuando la información que se conoce con posterioridad a haber impartido la orden es desde el punto de vista de la racionalidad económica inconsistente con la ejecución de la orden y aconseja cancelarla: si

¹¹⁹ Naturalmente, después de la entrada en vigencia de la Ley 20382 la tesis que Pfeffer atribuye a la Corte Suprema tiene sentido sistemático: en un régimen regulatorio del *insider trading* que consagra una POP resulta superflua la previsión de una POU. El único sentido sistemático que tiene la POU en el art. 165 de la Ley 18045 es el de servir de correlato como norma de comportamiento al art. 60-g) de la Ley 18045, lo cual es también superfluo. Con todo, su existencia en el art. 165 sirve como punto de apoyo para la tesis defendida en este artículo: el atentado a la (confianza en la) integridad del mercado de valores se da cuando el poseedor de información privilegiada la usa la como razón o motivo para realizar una operación.

¹²⁰ FERREIRO YAZIGI, Alejandro, *Informe en Derecho. Aspectos relevantes a ser considerados para mejor resolver el recurso de reclamación interpuesto por los Sres. Cristián Rodríguez y Alejandro Bezanilla en contra de la Resolución Exenta 245 de la SVS*, Santiago, 31.08.2010 (se cita por número de página del informe/número de fojas del expediente).

¹²¹ FERREIRO YAZIGI, *Informe en Derecho*, cit. nota n° 120, pp. 15-20/f. 179-184.

¹²² En la nota 11 de la p. 16/f.180 FERREIRO YAZIGI señala que “la distinción entre deber de abstención y uso indebido de información privilegiada parece ser una construcción exclusivamente chilena”, ya que él no conoce “de legislaciones en que el deber de abstención, así como lo ha interpretado recientemente la SVS tenga vida jurídica autónoma o distinta de la figura matriz o general del uso indebido de información privilegiada o ‘insider trading’”. La advertencia es más expresiva de la sinceridad del autor que de su versación: el Reino Unido, Francia y España conocen la distinción entre la POP (penal en los dos primeros, administrativa en el tercero) y la POU (administrativa en los dos primeros, penal en el tercero), el derecho federal estadounidense conoce la misma distinción, configurando la prohibición general de fraude comprensiva de *insider trading* bajo el estándar de uso (presumido de derecho a partir de la posesión) y la prohibición especial para contextos de *tender offers* bajo el estándar de posesión. Al respecto, BASCUÑÁN RODRÍGUEZ, “Posesión, uso y explotación”, cit. nota n° 1, *passim*.

BASCUÑÁN, Antonio “El estatus en el derecho chileno de las operaciones con valores realizadas en ejecución de una orden impartida antes de la posesión de información privilegiada y de su cancelación”.

se cancela la orden se usa la información para evitar una pérdida, o sea, se infringe la prohibición que tiene relevancia jurídico-penal; y si se omite cancelar la operación se infringe el deber de abstención.

Según Ferreiro, salvo que se introduzca la consideración de la racionalidad económica en la intencionalidad de la infracción al deber de abstención, la única forma de resolver el dilema es atender a la causalidad de la información sobre la orden y no sobre la operación realizada en ejecución de la orden. Este criterio correspondería al fundamento de la prohibición del *insider trading* -proteger la igualdad de condiciones en la transacción de valores evitando un privilegio inequitativo- y encontraría su mejor ejemplo en la defensa afirmativa del plan previo conforme a la Regla 10b5-1(c)(1) SEC¹²³. La consideración de la causalidad sobre la orden implicaría apartarse de la tesis de la SVS que incluye dentro del deber de abstención la exigencia de adoptar medidas para interrumpir o detener la compra de acciones previamente instruidas a un corredor de bolsa¹²⁴.

El argumento de Ferreiro tiene el mérito de haber identificado el dilema de la cancelación de la orden que es consistente con el uso de la información. Esa es una premisa importante para elaborar una teoría coherente del estatus de la orden previa bajo la prohibición de operación en posesión de información privilegiada. Pero en sus propios términos el argumento es inconsistente e insuficiente.

El argumento es inconsistente porque no distingue entre la consideración de la causalidad sobre la operación y la consideración del momento de la posesión de la información. La tesis de Ferreiro de que debe atenderse a la causalidad de la información sobre la orden y no sobre la ejecución de la orden no respeta la estructura de la operación en ejecución de una orden. Dado que la ejecución de una orden por el destinatario de la orden implica para el autor de la orden la acción de operar indirectamente, para que la ausencia de causalidad sobre la orden sea relevante como demostración de que no se incurre en *insider trading* se requiere que *a la vez* sea ausencia de causalidad sobre la realización de la operación. En realidad, la tesis de Ferreiro consiste en atender a la información poseída al momento de la orden y no a la información poseída al momento de la ejecución de la operación. Esa es la tesis defendida en la doctrina española por Esther Hernández Sainz¹²⁵. Esta tesis es inconsistente con la Regla 10b5-1(c)(1), que Ferreiro cita: la defensa afirmativa del plan previo existe precisamente porque la Regla 10b5-1(b) ordena presumir el uso de la información poseída por el autor de la orden al momento de la ejecución de la orden. Si se tuviera que atender exclusivamente a la información poseída por el autor de la orden al momento en que imparte la orden no sería necesaria una defensa afirmativa: bastaría la defensa puramente negativa de que no se poseía información privilegiada en ese momento. Lo que la defensa afirmativa logra es eximir al poseedor de información privilegiada de la

¹²³ En la nota 34 de la p. 20/f. 184 Ferreiro atribuye la regla a la SEA, considerando que su introducción en el año 2000 respondió a una modificación legislativa. La regla es administrativa: fue establecida por la SEC y no por el Congreso Federal (BASCUÑÁN RODRÍGUEZ, “Posesión, uso y explotación”, cit. nota n° 1, sección 2.4)

¹²⁴ FERREIRO YAZIGI, *Informe en Derecho*, cit. nota n° 120, pp. 20-24/f. 184-167.

¹²⁵ BASCUÑÁN RODRÍGUEZ, “Posesión, uso y explotación”, cit. nota n° 1, sección 4.3.

presunción de su uso: la operación no se realiza “sobre la base de” la información poseída, sino “sobre la base de” la orden impartida. El momento relevante siempre es el de la realización de la operación.

El argumento es insuficiente porque el dilema sólo alcanza al caso de la cancelación de la orden que es consistente con la racionalidad económica del agente. Pero si la información que se posee con posterioridad a haber impartido la orden es consistente con su ejecución, la cancelación de la orden no puede ser considerada como uso de información privilegiada. En este caso es la omisión de cancelar la orden lo que podría implicar uso de la información. Por lo tanto, en este caso el deber de cancelar la orden sería totalmente consistente con la prohibición de usar la información. Eso es lo que la SVS observó en el caso *AFP Habitat*: dado que la información que se poseyó confirmaba la racionalidad de la orden, su cancelación no generaba el dilema advertido por Ferreiro. En eso la SVS tuvo razón.

5. Análisis crítico de la concepción de la SVS

Como se ha visto (sección 3) la SVS denomina a la POP establecida en el inciso primero del art. 165 de la Ley 18045 como “deber de abstención” y sostiene que dicha norma impone al poseedor de información privilegiada el deber de cancelar la orden de realizar una operación con valores a los que se refiere la información, aunque haya sido impartida con anterioridad a la posesión de la información. Conforme a la doctrina de la SVS este deber de cancelar órdenes corresponde a la “culpabilidad del infractor” que consiste en “su falta de diligencia y cuidado al no adoptar medidas de prudencia o precaución que pudieran evitar que se incurra en la conducta prohibida”¹²⁶, es decir, en “no haber adoptado las medidas de prudencia o precaución que el legislador estimó como necesarias”¹²⁷. La SVS considera que este deber es parte del “elemento subjetivo del tipo infraccional ‘deber de abstención’”, que debe ser diferenciado del “elemento subjetivo del tipo infraccional ‘uso de información privilegiada’”¹²⁸. Este discurso se basa en una confusión conceptual entre la imputación de infringir un deber de acción, o sea, de una infracción consistente en una omisión, y la imputación de negligencia como estándar de atribución de responsabilidad.

Para corregir esta confusión es indispensable tener presente que antes de atribuir responsabilidad a un infractor a título de dolo o imprudencia (la culpabilidad a que se refiere la SVS) es indispensable identificar la norma de comportamiento que se imputa infringida. Si esa norma es una prohibición, la infracción consistirá en una acción. Si la norma es un imperativo, la infracción consistirá en una omisión. En ambos casos, la responsabilidad puede ser dolosa o imprudente. La responsabilidad es dolosa si el infractor tuvo plena capacidad de evitar la infracción porque sabía lo que hacía¹²⁹. La

¹²⁶ RE-SVS/306 (06.07.2007), c. 16.

¹²⁷ *Ibidem*.

¹²⁸ Resolución cit. nota n° 126, c. 17.

¹²⁹ En este contexto se puede operar de modo no problemático con un concepto cognitivo de dolo. El elemento voluntativo del dolo -querer la realización del tipo- puede entenderse relevante allí donde la infracción consiste en producir (acción) o no evitar (omisión) un resultado, porque la intensidad de la voluntad del agente compensa su imposibilidad de conocimiento cierto del hecho futuro al momento de actuar

BASCUÑÁN, Antonio “El estatus en el derecho chileno de las operaciones con valores realizadas en ejecución de una orden impartida antes de la posesión de información privilegiada y de su cancelación”.

responsabilidad es imprudente cuando, sin haber sabido lo que hacía, pudo no obstante haber evitado esa falta de conocimiento observando el cuidado debido. Por eso la atribución de responsabilidad por imprudencia implica una exigencia más intensa de evitación de la infracción y por eso la sanción por la responsabilidad imprudente es menos grave que la sanción por responsabilidad dolosa. Que la falta de observancia del debido cuidado que caracteriza la imprudencia pueda ser entendida como una omisión es irrelevante para la calificación de la infracción. Por ejemplo, quien sin preverlo mata a otro con su automóvil por no observar el límite máximo de velocidad permitida comete homicidio imprudente y no incurre en homicidio por omisión. Y a la inversa, la enfermera que advierte como su paciente por error se apresta a tomar una dosis errónea y por lo mismo letal del medicamento prescrito y se mantiene impávida mientras la ingiere, responde por homicidio doloso en comisión por omisión y no por homicidio imprudente. Por lo tanto, antes de imputarse responsabilidad por dolo (intención) o imprudencia (negligencia) en relación con una infracción es indispensable explicitar los elementos objetivos de la infracción. Si el interviniente en la infracción conoció la concurrencia de esos elementos, entonces tuvo plena capacidad de evitación y por lo tanto cabe imputarle responsabilidad dolosa (intencional) por la infracción. Si no conoció la concurrencia de esos elementos, pero observando el cuidado debido pudo haberla conocido, cabe imputarle responsabilidad imprudente (negligente) por la infracción.

Aplicadas las distinciones anteriores a la PU, la POP y la POU del art. 165 de la Ley 18045 se tiene que cada una de ellas requiere la concurrencia del elemento subjetivo general que corresponda exigir según las reglas generales del sistema de atribución de responsabilidad infraccional aplicables bajo la Ley 18045 o la LOSVS. En todo caso, la constatación de dolo satisface ese estándar. Pero en cada una de ellas el dolo o la imprudencia deben constatarse en relación con el conocimiento de la concurrencia de los elementos objetivos de la infracción. Por eso, en la medida en que tengan elementos objetivos comunes el dolo tendrá idéntico contenido, y en la medida en que tengan elementos objetivos diversos, el dolo tendrá diferente contenido. El siguiente cuadro muestra las coincidencias y diferencias entre los elementos objetivos de las distintas infracciones:

	ELEMENTOS OBJETIVOS	POP	PU	POU
(i)	Posesión (conocimiento) de información privilegiada	X	X	X
(ii)	Realización de una operación con valores	X	–	X
(iii)	Coincidencia material entre (i) y (ii) (= que la información verse sobre los valores con los que se opera)	X	–	X
(iv)	Coincidencia temporal entre (i) y (ii) (= que se opere mientras	X	–	X

u omitir. Tratándose de infracciones o delitos de mera actividad o simple omisión esa compensación es irrelevante.

	se posee información privilegiada)			
(v)	Imputación de (ii) al poseedor de la información privilegiada (= dominio del hecho sobre [i.e., intervención normativamente relevante en] la realización de la operación)	X	–	X

La coincidencia total de los elementos objetivos entre la POP y la POU demuestra que la imputación de responsabilidad por infracción a la POU exige probar un dolo que tiene todo el contenido del dolo propio de la responsabilidad por infracción a la POP. Además, la infracción a la POU tiene un contenido que no comparte con la infracción a la POP: el uso de la información, que también es un elemento del supuesto de hecho de la PU¹³⁰. La diferencia se encuentra en que en el supuesto de hecho de la PU el uso conecta al elemento objetivo (i) con cualquier acción u omisión que cuya decisión se base en la información, mientras que en el supuesto de hecho de la POU el uso conecta al elemento objetivo (i) con el elemento objetivo (ii), tal como lo hace el elemento objetivo (iii). Por eso el desvalor de la infracción a la POU puede ser caracterizado como la suma del desvalor de la infracción a la POP y del desvalor de la infracción a la PU.

Respecto de la concurrencia de cualquiera de esos elementos objetivos puede fallar el conocimiento del interviniente en la infracción y generarse en consecuencia la cuestión de su responsabilidad imprudente. No es necesario entrar aquí en la cuestión de si la imprudencia es un estándar suficiente de atribución de responsabilidad sancionatoria administrativa como regla general. Porque el hecho es que ninguno de los casos resueltos por la SVS bajo su imputación de infracción negligente del deber de abstención presenta un déficit cognitivo de parte de los intervinientes. En todos esos casos los sancionados conocían la información que la SVS calificó como privilegiada (i), sabían que se realizó una operación de adquisición de acciones (ii) mientras ellos conocían esa información (iii) y sabían que esa operación fue realizada en ejecución de la orden que ellos impartieron (iv). En todos los casos correspondía por lo tanto imputar responsabilidad dolosa (intencional) por la infracción al deber de abstención. La imputación de responsabilidad negligente (imprudente) era por lo tanto enteramente redundante y superflua.

¹³⁰ El uso (utilización, valimiento) es un elemento del supuesto de hecho de la PU y de la POU que consiste en la consideración de la información privilegiada en la deliberación que conduce a la decisión de realizar la operación. Es decir, es un elemento de naturaleza cognitiva adicional al conocimiento de los elementos objetivos (i) a (iv) en el caso de la POU, o (i) y los sustitutos de (ii), (iii) y (iv) en el caso de la PU. Por eso muchas veces se sostiene que la PU y la POU configuran infracciones “subjetivas” mientras que la POP configura una infracción “objetiva”. En su generalidad la afirmación es falsa: el dolo o la imprudencia propios de la POP son elementos subjetivos que ella comparte con la POU. Lo que sucede es que la POP no comparte con la POU el elemento cognitivo especial del uso. En cuanto a elementos subjetivos particulares, la POU claramente exige la tendencia interna trascendente consistente en actuar “para obtener beneficios o evitar pérdidas” y la POP claramente no la exige. En cuanto a la PU, la exigencia que ella hace de utilizar la información privilegiada “en beneficio propio o ajeno” puede ser interpretada también como tendencia interna trascendente. Cabe señalar, no obstante, que conforme a su primera acepción en el Diccionario de la Lengua Española de la Real Academia Española, la preposición “en” denota “en qué lugar, tiempo o modo se realiza lo expresado por el verbo a que se refiere”. En estricto rigor, califica adverbialmente la acción de “utilizar” y por lo tanto puede ser entendida como un una cláusula abierta para equivalentes a los elementos objetivos (ii), (iii) y (iv).

BASCUÑÁN, Antonio “El estatus en el derecho chileno de las operaciones con valores realizadas en ejecución de una orden impartida antes de la posesión de información privilegiada y de su cancelación”.

El problema que la SVS tenía en estos casos no era de determinación de la culpabilidad de los infractores. El problema consistía en determinar si la ausencia de uso de la información por parte del imputado excluía la ilicitud de la operación bajo el deber de abstención. La jurisprudencia de la SVS debe entenderse como una declaración de que la prueba acerca de la ausencia de uso de la información es irrelevante para la imputación de infracción al deber de abstención. En sus propios términos, las resoluciones de la SVS imputan infracción al deber de abstención por omitir cancelar la orden de operación. Pero esa imputación no es más que una consecuencia de la confusión conceptual en que ella incurre. La posición de la SVS debe entenderse como imputación de infracción al art. 165 de la Ley 18045 por realizar indirectamente una operación en posesión de información privilegiada. La omisión de cancelación de la orden no constituye la infracción ni la culpabilidad del infractor, porque el deber de cancelar la orden no es el fundamento prescriptivo de la infracción ni el fundamento adscriptivo de responsabilidad por la infracción. El fundamento prescriptivo de la infracción es la prohibición de operar directa o indirectamente los valores sobre los cuales se posee información privilegiada. El fundamento adscriptivo de la responsabilidad por la infracción es el conocimiento que el sancionado tuvo de la concurrencia de todas las circunstancias que corresponden a los elementos objetivos de la infracción.

La SVS también ha elevado el deber de abstención establecido en el inciso primero del art. 165 –la POP– a la calidad de norma básica de la prohibición del *insider trading* en el derecho chileno, atribuyéndole la finalidad de ser la norma que evita la comisión de un atentado de peligro abstracto para el bien jurídico colectivo de la (confianza en la) integridad del mercado de valores y relacionando todas estas propiedades con la ausencia del elemento subjetivo consistente en el propósito de obtener un beneficio. Este elemento subjetivo caracterizaría la prohibición de utilización de información privilegiada establecida en el inciso primero del art. 165 –la PU– cuya finalidad de protección sería distinta o no sería necesariamente la misma. La Corte Suprema ha respaldado esta interpretación. La tesis de la SVS es tan parcial y distorsionadora de la regulación chilena que en sus propios términos resulta sencillamente falsa.

El atentado de peligro abstracto contra el bien jurídico colectivo de la (confianza en la) integridad del mercado de valores se encuentra en el aprovechamiento de la ventaja indebida que otorga una posición privilegiada –la de poseedor de información privilegiada– frente a la generalidad de los inversionistas. Ese aprovechamiento exige una conexión de sentido entre el conocimiento de la información privilegiada y la operación en el mercado de valores (o su cancelación, como se verá más adelante). Esa conexión de sentido se encuentra en el uso de la información, entendido en su sentido más básico, como influencia del conocimiento de la información en la decisión de realizar la operación (o cancelarla)¹³¹.

¹³¹ La idea de que un poseedor de información privilegiada tiene el deber de revelarla a su contraparte en la transacción, aun si él no usa esa información en la operación, no se deriva de la finalidad de protección del bien jurídico colectivo sino de la existencia de un deber fiduciario especial para con la contraparte. Sólo quien tiene el deber de velar por el interés de la contraparte en la operación está obligado a proveerle de toda la información que él posee y no puede efectuar transacciones con él sin hacerlo. Esta es la conexión entre la POP y la teoría clásica de la Corte Suprema federal estadounidense (BASCUÑÁN RODRÍGUEZ, “Posesión, uso y explotación”, cit. nota n° 1, sección 2.5.1).

Allí donde la ley exige la satisfacción de un estándar intensificado de uso puede llegar a requerirse la prueba de que el conocimiento de la información privilegiada constituyó la causa necesaria o *conditio sine qua non* de la operación. Allí donde la ley exige la satisfacción de un estándar simple de uso, basta con la prueba de que se actuó con conocimiento de la información privilegiada dejando que ella influyera en la decisión. En todo caso el atentado se concreta en el uso de la información. Sobre esto no cabe discutir: la POU establecida en el inciso segundo del art. 165 de la Ley 18045 con posterioridad a la entrada en vigencia de la Ley 19301 es la norma continuadora de la única prohibición *insider trading* en el texto originario de la Ley 18045.

La POP hace posible aplicar una sanción a ese atentado sin que sea necesario probar la conexión de sentido entre el conocimiento de la información y la realización de la operación. La razón de esa formulación de la prohibición se encuentra en su operatividad: al relevar al acusador de la prueba de la conexión hace irrelevantes todos los motivos o todas las razones que el interviniente en la operación pueda invocar como motivos o razones determinantes de su decisión de operar. Como se ha visto, una doctrina del uso basada en un estándar simple de uso hace igualmente operativa la prohibición de operación en uso de información privilegiada respecto de la mayor parte de los casos en que la defensa de la falta de causalidad suficiente de la información resulta implausible. Del mismo modo, la postulación de una presunción de uso a partir de la posesión contribuye a la operatividad de esa prohibición. De aquí que el derecho federal estadounidense –Regla 10b5-1 SEC– y el derecho común europeo –art. 8-1 RAM– opten por una formulación ambigua: en el caso estadounidense definiendo la infracción a la POU como infracción a una POP y en el caso europeo declarando que la infracción a la POP es *prima facie* una infracción a la POU.

Naturalmente, tanto el estándar simple de uso como una presunción refutable –esto es, simplemente legal– están expuestos a ser controvertidas en la litigación. La POP, en cambio, no presenta esa vulnerabilidad práctica cuando se la asume en sentido estricto como una norma de comportamiento distinta de la POU. Eso explica su adopción en el derecho comparado, como la Regla 14e-3(a) SEC y el art. 81-2-a) inciso primero LMV-E. El costo de la adopción de una POP es su sobreinclusividad. Son varios los casos en que la realización de una operación en posesión de información privilegiada manifiestamente no constituye uso de esa información, es decir, no implica un atentado de peligro concreto contra el bien jurídico protegido por su prohibición. Esta es una apreciación unánimemente compartida por el derecho comparado. La retórica empleada por la SVS en sus resoluciones y sus documentos de litigación la hace ciega a esta apreciación. Al desconocer la prioridad sistemática de la prohibición de operación en uso de la información y al atribuir exclusivamente al deber de abstención la finalidad de prohibir el atentado de peligro abstracto contra el bien jurídico colectivo, se hace imposible advertir el hecho central de toda esta discusión: que conforme al tenor literal de la disposición la infracción abarca casos que no atentan contra el bien jurídico protegido.

Pero la propia Ley 18045 demuestra que la realización de una operación en posesión de información privilegiada no constituye necesariamente un atentado de peligro abstracto contra el bien jurídico colectivo de la (confianza en la) integridad del mercado. El inciso

BASCUÑÁN, Antonio “El estatus en el derecho chileno de las operaciones con valores realizadas en ejecución de una orden impartida antes de la posesión de información privilegiada y de su cancelación”.

tercero de su art. 165 y su art. 169 contemplan casos en que el poseedor de información privilegiada realiza operaciones y no obstante los declara exentos de la prohibición si se cumplen las condiciones que demuestran la ausencia de (riesgo grave de) uso de la información. El art. 165 inciso tercero autoriza a los intermediarios de valores para hacer operaciones respecto de valores sobre los que posee información privilegiada, siempre que sea por cuenta de terceros en condiciones que excluyan respecto de ellos la posibilidad de uso de información privilegiada¹³². Por su parte, el art. 169 autoriza la prestación de servicios múltiples de personas jurídicas, con tal que las funciones de asesoría e intermediación se mantengan suficientemente incomunicadas¹³³. La primera situación corresponde a la conducta legítima reconocida por el RAM en su art. 9-2¹³⁴. La segunda situación corresponde a la conducta legítima reconocida por el RAM en su art. 9-1¹³⁵.

¹³² “Art. 165. (...) No obstante lo dispuesto precedentemente, los intermediarios de valores que posean la información privilegiada a que se refiere el artículo anterior, podrán hacer operaciones respecto de los valores a que ella se refiere, por cuenta de terceros, no relacionados a ellos, siempre que la orden y las condiciones específicas de la operación provenga del cliente, sin asesoría ni recomendación del intermediario, y la operación se ajuste a su norma interna, establecida de conformidad al artículo 33”.

¹³³ “Art. 169. Las actividades de intermediarios de valores y las de las personas que dependen de dichos intermediarios, que actúen como operadores de mesas de dinero, realicen asesorías financieras, administración y gestión de inversiones y, en especial, adopten decisiones de adquisiciones, mantención o enajenación de instrumentos para sí o para clientes, deberán realizarse en forma separada, independiente y autónoma de cualquier otra actividad de la misma naturaleza, de gestión y otorgamiento de crédito, desarrollada por inversionistas institucionales u otros intermediarios de valores. / Asimismo, la administración y gestión de inversiones y, en especial, las decisiones de adquisición, mantención o enajenación de instrumentos para la administradora y los fondos que ésta administre, deberán ser realizados en forma separada, independiente y autónoma de cualquier otra función de la misma naturaleza o de intermediación de valores, asesoría financiera, gestión y otorgamiento de créditos, respecto de otros. Esta limitación no obstará para que las administradoras de fondos, exclusivamente en las actividades propias de su giro, puedan compartir recursos o medios para realizarlas. / Los directores, administradores, gerentes, apoderados, ejecutivos principales asesores financieros, operadores de mesas de dinero u operadores de rueda de un intermediario de valores, no podrán participar en la administración de una Administradora de Fondos de terceros autorizada por ley.”

¹³⁴ “A efectos de lo dispuesto en los artículos 8 y 14, del mero hecho de que una persona posea información privilegiada no se considerará que la haya utilizado y que, por lo tanto, haya realizado operaciones con información privilegiada en relación con alguna adquisición, transmisión o cesión, siempre que dicha persona: / a) por lo que respecta al instrumento financiero al que se refiere dicha información, sea un creador de mercado o una persona autorizada para actuar como contraparte, y la adquisición, transmisión o cesión de los instrumentos financieros a los que se refiere dicha información se realice de forma legítima en el curso normal del ejercicio de su función como creador de mercado o como contraparte en relación con dicho instrumento financiero, o / b) esté autorizada a ejecutar órdenes por cuenta de terceros, y la adquisición, transmisión o cesión de los instrumentos financieros a los que se refiere la orden se realice de forma legítima en el curso normal del ejercicio de su trabajo, profesión o funciones.”

¹³⁵ “A efectos de lo dispuesto en los artículos 8 y 14, del mero hecho de que una persona jurídica posea o haya poseído información privilegiada no se considerará que la haya utilizado y que, por lo tanto, haya realizado operaciones con información privilegiada en relación con alguna adquisición, transmisión o cesión, siempre que esa persona jurídica: / a) haya establecido, aplicado y mantenido mecanismos y procedimientos internos adecuados y eficaces que garantizan eficazmente que ni la persona física que adoptó en su nombre la decisión de adquirir, transmitir o ceder los instrumentos financieros a los que se refiere la información, ni ninguna otra persona física que pueda haber influido en dicha decisión, estaba en posesión de la información privilegiada, y / b) no haya alentado, recomendado o inducido a la persona física que, por cuenta de la persona jurídica, adquirió, transmitió o cedió los instrumentos financieros a los que se refiere la información, o no haya influido en esa persona física por cualquier otro medio.

Esas son las únicas dos situaciones en que la Ley 18045 reconoce una “defensa afirmativa” o “puerto seguro” al poseedor de información privilegiada para realizar operaciones con los instrumentos a los que se refiere la información poseída. Pero no pueden ser las únicas situaciones de operación en posesión de información privilegiada que quepa considerar excluidas del deber de abstención por representar casos manifiestos de ausencia de uso de la información poseída. La extensión por analogía del art. 165 inciso tercero al *market maker* –tal como lo hace el art. 9-2 RAM–¹³⁶ es tan necesaria y conforme al orden del mercado de valores como el reconocimiento al inversionista institucional de su legítimo derecho a operar en posesión de la información privilegiada creada por él al adoptar una decisión de movimiento de su cartera –tal como lo hace el art. 9-5 RAM–¹³⁷.

Como también es evidente, los *insiders* de emisores tienen un interés legítimo en invertir en valores del emisor. Pero los *insiders* se encuentran continuamente expuestos a poseer información privilegiada relativa a los valores del emisor por lapsos sucesivos. De aplicárseles la POP deberían interrumpir sus operaciones cada vez que conocieran información privilegiada. Las consecuencias de ese deber son absurdas. Si la información es consistente con la ejecución de la orden antes impartida, someterlos a ese deber implica imponerles una desventaja indebida. Porque la posesión de información privilegiada no tiene por qué empeorar la posición del poseedor en comparación con el resto de los inversionistas. Y si la información es inconsistente con la ejecución de la orden previa, someterlos a ese deber implica favorecer legalmente lo que de otro modo sería un uso ilegítimo de información privilegiada mediante la cancelación de la orden. En otras palabras, desde el punto de vista de la finalidad de la prohibición del *insider trading* -evitar la ventaja indebida del poseedor de información privilegiada- el deber de cancelar la orden es doblemente disfuncional: priva injustamente de beneficio económico al *insider* que acertó con su orden sujetándose a las mismas condiciones que los demás inversionistas, y al *insider* que con su orden erró le evita injustamente la pérdida económica que según las reglas comunes tendría que soportar.

6. El estatus legal de la cancelación de órdenes de operaciones

6.1. La calificación deontica del *insider non trading* desde un punto de vista formal

La regla general en el derecho comparado es que la prohibición –directa o indirecta– del *insider trading* haga referencia expresa a la realización de una operación en el mercado de valores. Conforme a esa clase de legislación no es posible subsumir bajo la prohibición el *insider non trading*, es decir, la decisión de abstenerse de realizar una operación, aun si esa decisión es adoptada sobre la base de información privilegiada. Es decir, allí donde la prohibición está formulada como PO –ya sea POP o POU– el *insider non trading* por definición no es alcanzado por esa prohibición. La gran excepción en el derecho comparado se encuentra en el art. 8-1 RAM, que expande el concepto de “operación” a la cancelación o

¹³⁶ *Supra*, nota n° 134.

¹³⁷ “A efectos de lo dispuesto en los artículos 8 y 14, el mero hecho de que una persona utilice su propio conocimiento de que ha decidido adquirir, transmitir o ceder instrumentos financieros en la adquisición, transmisión o cesión de dichos instrumentos financieros no constituirá en sí mismo utilización de información privilegiada.”

BASCUÑÁN, Antonio “El estatus en el derecho chileno de las operaciones con valores realizadas en ejecución de una orden impartida antes de la posesión de información privilegiada y de su cancelación”.

modificación de una orden impartida con anterioridad a la posesión de información privilegiada.¹³⁸

En la Ley 18045 lo anterior es el caso de las tres prohibiciones de *uso operativo* de la información privilegiada: la prohibición administrativa del art. 165 inciso segundo, la prohibición penal genérica de la letra g) del art. 60, y la prohibición penal específica de la letra e) del mismo art. 60. Esas tres prohibiciones –todas POU– requieren que el uso de la información se concrete en “cualquier tipo de operación con (...) valores” (art. 165 inciso segundo) o “cualquier tipo de operaciones o transacciones con valores de oferta pública” (art. 60-g), o, por último “transacciones u operaciones de valores de oferta pública, de cualquier naturaleza en el mercado de valores” (art. 60-e)¹³⁹.

Distinto es el caso tratándose de la prohibición genérica de uso, o prohibición de *uso no especificado* de información privilegiada, establecida en el inciso primero del art. 165, es decir, de la PU. Pues no cabe duda que la cancelación de una orden de operación basada en información privilegiada constituye una acción realizada con uso de la información en beneficio propio o ajeno, y que por lo tanto infringe esa prohibición¹⁴⁰. Por cierto, como luego se expondrá, desde el punto de vista de la racionalidad económica y sistémica, lo correcto es concebir a la cancelación de una orden como un equivalente a una operación y no a una abstención de operación. Pero desde la perspectiva lingüística de la descripción del comportamiento prohibido en las disposiciones legales la cancelación de una orden sólo puede ser subsumida en una PU, a menos que se encuentre expresamente prohibida, como sucede en el art. 8-1 RAM. Así pues, conforme al derecho chileno la cancelación de una orden de realizar una operación, basada en el conocimiento de información privilegiada que es inconsistente con la ejecución de la orden al que se accede con posterioridad a impartir la orden, constituye un ilícito administrativo: una infracción a la prohibición genérica de utilización de información privilegiada en beneficio propio o ajeno establecida en el inciso primero del art. 165 de la Ley 18045¹⁴¹.

¹³⁸ “Se considerará asimismo como operación con información privilegiada la utilización de este tipo de información cancelando o modificando una orden relativa al instrumento financiero al que se refiere la información, cuando se hubiese dado la orden antes de que el interesado tuviera conocimiento de la información privilegiada.”

¹³⁹ Tratándose de esta última disposición debe hacerse una salvedad. Dado que la prohibición penal también hace típico el uso deliberado de la información privilegiada que se concreta en “en negociaciones privadas”, es posible una extensión de su ámbito de aplicación. No obstante, considerar a la cancelación de una orden una “negociación” resulta difícilmente compatible con el sentido sistemático y teleológico del precepto: la regla pretende alcanzar transacciones efectuadas fuera de bolsa.

¹⁴⁰ En tanto abstención de operar, la cancelación de una orden no puede reportar utilidades respecto de la situación originaria que sean imputables a su mantención inalterada, sino sólo evitar pérdidas por comparación con el resultado hipotéticamente imputable a la operación cancelada. La subsunción de la abstención de operar en uso de información privilegiada bajo la prohibición de utilización del inciso primero del art. 165 de la Ley 18045 supone entender la evitación de pérdidas como beneficio.

¹⁴¹ Si la cancelación es efectuada por alguno de los poseedores mencionados en el art. 166 podría ser calificada como delito de utilización deliberada de información privilegiada en una negociación privada (*supra*, nota 138). Tratándose de la información privilegiada poseída por clasificadoras de riesgo la cancelación de una orden en uso de dicha información es constitutiva de infracción administrativa (arts. 85) y de crimen (art. 59-e).

6.2. El dilema de la cancelación consistente con la información privilegiada

Tal como Alejandro Ferreiro lo observó en el informe en derecho acompañado por la defensa jurídica de los reclamantes en el caso *AFP Habitat* (*supra*, sección 4) cuando el que ha impartido una orden posteriormente conoce información privilegiada que es inconsistente con la ejecución de la orden y por lo mismo consistente con su cancelación se genera para él un dilema bajo la interpretación de la SVS: si cancela la orden infringe la prohibición general de uso (no operativo) de información privilegiada y si no la cancela infringe el deber de abstención tal como lo interpreta la SVS. Este dilema no tiene una solución manifiesta en el derecho vigente según la interpretación de la SVS. Ferreiro considera que la prohibición de uso de información privilegiada es obviamente preponderante sobre el deber de abstención porque se encuentra penalmente reforzada.¹⁴² Pero esa apreciación obedece a que él no advierte la distinción entre la prohibición genérica de uso –PU– y las prohibiciones de *uso operativo* –PUO/POU–. Una vez que se la advierte, resulta evidente que no puede afirmarse como una regla general que la prohibición de uso se encuentre penalmente reforzada en el derecho chileno¹⁴³.

La única solución del dilema consistente con la finalidad de protección de la prohibición del *insider trading* es prohibir la cancelación de órdenes basada en información privilegiada y permitir la ejecución de órdenes impartidas sin posesión de información privilegiada. Pero esa tesis requiere una decisión interpretativa basada en consideraciones de racionalidad teleológicas y sistémica que exceden un simple criterio de solución de antinomias.

6.3. La licitud del *insider non trading*

Es un hecho que un poseedor de información privilegiada puede evitar pérdidas mediante la decisión de abstenerse de realizar una operación basándose en su conocimiento de la información. Como se ha dicho (sección 6.1), es también indiscutible que la prohibición de uso operativo de información privilegiada no alcanza a la abstención. La crítica de análisis económico a la prohibición del *insider trading* usualmente alude a este hecho como una prueba de la inconsistencia de esa prohibición. Algunos partidarios de la prohibición consideran que la exclusión de la abstención del alcance de la norma es un vacío o laguna de la regulación legal del *insider trading* que sólo se justifica por razones estratégicas, atendida la extrema dificultad de prueba que implicaría la imputación de una abstención. Pero allí donde la legislación establece una PU se abre la pregunta por la calificación jurídica de la abstención en uso de información privilegiada. En España, donde la prohibición penal del *insider trading* tiene la formulación de una PU¹⁴⁴, la doctrina entiende que la abstención no está cubierta por la prohibición porque el deber de operar no puede deducirse de la prohibición de hacerlo y porque el hecho no incide sobre la cotización de

¹⁴² FERREIRO YAZIGI, *Informe en Derecho*, cit. nota n° 120, p. 20/f. 184.

¹⁴³ La posición de la SVS tiene además a su favor un recurso conceptual: la cancelación de una operación que se hace en cumplimiento de un deber legal no cuenta, por definición, como uso de información privilegiada, porque la ley constituye una razón de acción que excluye la consideración de todos los demás motivos o razones. El carácter de dilema de este caso no es formal sino material: teleológico y sistémico.

¹⁴⁴ BASCUÑÁN RODRÍGUEZ, “Posesión, uso y explotación”, cit. nota n° 1, sección 4.2.

BASCUÑÁN, Antonio “El estatus en el derecho chileno de las operaciones con valores realizadas en ejecución de una orden impartida antes de la posesión de información privilegiada y de su cancelación”.

los valores¹⁴⁵. Ninguno de estos argumentos es convincente. Respecto del primero, es obvio que la prohibición de uso operativo no implica un deber de operar; pero la cuestión es si la prohibición genérica lo implica o no. Respecto del segundo, la incidencia disfuncional sobre la cotización de los valores es un criterio relevante para la justificación de la manipulación de precios como abuso de mercado, pero no del *insider trading*. De hecho, el argumento de análisis económico favorable a su autorización se basa precisamente en su valor informativo.

Como lo ha demostrado Jesse Fried¹⁴⁶, la auténtica razón para entender que la abstención en uso de información privilegiada no debe ser prohibida se encuentra en el igualitarismo de mercado que inspira la concepción del *insider trading* como un atentado de peligro abstracto contra la (confianza en la) integridad del mercado. Si los poseedores de información privilegiada estuvieran obligados a operar de modo inconsistente con la información poseída tal como están obligados a abstenerse de operar de modo consistente con ella entonces no quedarían situados en igualdad de condiciones al inversionista que no posee información privilegiada sino en una condición empeorada: todos deberían autoirrogarse un perjuicio patrimonial cada vez que poseyeran información.

Una vez que se aclara la razón de la licitud del *insider non trading* puede analizarse el estatus de la orden previa a la posesión de información privilegiada y de su cancelación con posterioridad a la posesión de información privilegiada. Desde un punto de vista descriptivo, mantener la orden previa implica operar y cancelar la orden previa implica abstenerse de operar. Esta apreciación es la que subyace a la interpretación del deber de abstención que defiende la SVS. Pero es obvio que desde el punto de vista de la racionalidad económica y de la funcionalidad sistemática quien cancela una orden basándose en información privilegiada obtiene una ventaja comparativa respecto del inversionista que no posee esa información y que quien debe cancelar una orden porque su ejecución resulta consistente con la información privilegiada que posee con posterioridad es obligado a autoirrogarse un perjuicio por el hecho de poseer esa información. Por esta razón el tratamiento de la cancelación de la orden que es congruente con un régimen legal que prohíbe la operación en posesión de información privilegiada y autoriza la abstención en posesión de información privilegiada es prohibir la cancelación de la orden en uso de información privilegiada y autorizar la mantención de la orden en posesión de información privilegiada.

Estas conclusiones son compatibles con la afirmación de una POP, es decir, con el reconocimiento de un deber de abstención cuya infracción no requiere uso de la información, tal como lo sostiene la SVS. En tanto la regulación permita la abstención en posesión de información privilegiada y la mantención de la orden impartida con anterioridad a la posesión de información privilegiada la prohibición de operar en posesión de información privilegiada no es sobreinclusiva. Todo lo que se requiere es entender que la única manera consistente de emplear un estándar de posesión para la prohibición del

¹⁴⁵ BASCUÑÁN RODRÍGUEZ, “Posesión, uso y explotación”, cit. nota n° 1, sección 4.3.

¹⁴⁶ FRIED, Jesse M., “Insider Abstention”, *Yale Law Journal* n° 113 (2003), pp. 455-492, pp. 466-480; al respecto, BASCUÑÁN RODRÍGUEZ, “Posesión, uso y explotación”, cit. nota n° 1, sección 1.

insider trading es asumiéndolo como estándar modificado de posesión para evitar la sobreinclusividad.

7. La defensa del plan previo en el derecho chileno

El examen del estatus de la defensa del plan previo en el derecho chileno exige distinguir entre su estatus bajo la prohibición de uso de información privilegiada –PU o POU– y su estatus bajo el deber de abstención –la POP–.

7.1. Bajo la prohibición de uso de información privilegiada

Como se ha visto (sección 1), en la Ley 18045 existen cuatro prohibiciones de uso de información privilegiada relevantes para el tratamiento del estatus de la compra o venta de valores en ejecución de una orden de compra impartida antes de poseerse información privilegiada y que es ejecutada durante la posesión de información privilegiada por quien impartió la orden:

- (i) la prohibición general de utilización de información privilegiada establecida en el inciso primero del art. 165: “Cualquier persona que en razón de su cargo (...) posea información privilegiada (...) no podrá utilizarla en beneficio propio o ajeno”;
- (ii) la prohibición de operación en uso de información privilegiada establecida en el inciso segundo del art. 165: “[A] [c]ualquier persona que en razón de su cargo (...) posea información privilegiada (...) se [le] prohíbe valerse¹⁴⁷ de la información privilegiada para obtener beneficios o evitar pérdidas, mediante cualquier tipo de operación con los valores a que ella se refiera o con instrumentos cuya rentabilidad esté determinada por esos valores”;
- (iii) la prohibición correlativa a la norma punitiva genérica de la operación en uso de información privilegiada establecida en el art. 60-g): “Sufrir[á] las penas de presidio menor en cualquiera de sus grados: (...) [e]l 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”;
- (iv) la prohibición correlativa a la norma punitiva específica de la operación en uso de información privilegiada por poseedores calificados establecida en el art. 60-e): “Sufrirán las penas de presidio menor en cualquiera de sus grados: (...) [l]as personas a que se refiere el artículo 166 que al efectuar transacciones u operaciones de valores de oferta pública, de cualquier naturaleza en el mercado de valores o en negociaciones privadas, para sí o para terceros, directa o indirectamente, usaren deliberadamente información privilegiada”.

Como también se ha visto (loc. cit.), la pregunta de si las normas antedichas emplean un *estándar simple de uso* o más bien un *estándar intensificado de uso*, como la explotación en el derecho comparado¹⁴⁸, no es fácil de responder. El adverbio “deliberadamente” intensifica sin duda el estándar de uso en la prohibición (iv). Por razones lexicográficas esa

¹⁴⁷ Conforme a la 16ª acepción de la palabra “valer” reconocida por el Diccionario de la Lengua Española de la Real Academia Española, el término significa “usar algo con tiempo y ocasión, o servirse últimamente de ello”.

¹⁴⁸ Acerca de esta distinción, BASCUÑÁN RODRÍGUEZ, “Posesión, uso y explotación”, cit. nota nº 1, sección 2.

BASCUÑÁN, Antonio “El estatus en el derecho chileno de las operaciones con valores realizadas en ejecución de una orden impartida antes de la posesión de información privilegiada y de su cancelación”.

intensificación podría extenderse a los verbos “valerse” –prohibiciones (ii) y (iii)– y “utilizar” –prohibición (i)–¹⁴⁹. En tal caso el derecho chileno no conocería una prohibición de simple uso de información privilegiada sino que el *insider trading* quedaría entregado a los extremos contrapuestos de la prohibición de operación en posesión de información privilegiada –el deber de abstención– y la prohibición de explotación de información privilegiada –las cuatro prohibiciones de uso–. Sin perjuicio de que esa sea una interpretación plausible del derecho chileno, en lo que sigue se considerará a las prohibiciones (i), (ii) y (iii) como normas que emplean un estándar simple de uso. Ello tiene sentido sistemático: si se demuestra que la operación en ejecución de la orden previa no constituye uso de información privilegiada bajo el estándar simple de uso, *a fortiori* no lo constituye bajo el estándar intensificado de uso.

Bajo estas consideraciones es obvio, en primer término, que una orden impartida sin poseer información privilegiada no puede constituir una acción de utilización, valimiento o uso de información privilegiada. Tal como el art. 165 lo señala expresamente, la posesión de información privilegiada en el sentido de su conocimiento es el presupuesto necesario de su uso, utilización o valimiento.

En segundo lugar, también es obvio que la ejecución de una orden que ha sido impartida sin poseer información privilegiada, efectuada en los términos de la misma orden, sin intervención de quien la impartió con posterioridad a la posesión de información privilegiada, tampoco constituye una acción de uso operativo de información privilegiada. La operación se basa en la orden y no en la información privilegiada y la orden no se basó en información privilegiada¹⁵⁰.

Distinto es el caso de la confirmación de la orden. Si al momento de su confirmación se posee información privilegiada, debe examinarse si el conocimiento de la información influyó o no en la decisión de confirmarla. Existiendo esa influencia, la intervención del autor en la ejecución de la orden mediante su confirmación transfiere la conexión a la realización de la operación consistente con la información privilegiada poseída. En tal caso, hay uso operativo de información privilegiada al ejecutarse la operación a pesar de realizarse la operación en ejecución de una orden impartida con anterioridad a la posesión de información privilegiada. La confirmación infringe por lo tanto las normas (i) y (ii), y en principio realiza el tipo de delito de la norma (iii); si el autor es uno de los poseedores presuntos del art. 166, realiza el tipo de delito de la norma (iv)¹⁵¹.

El hecho de que una orden sea revocable, es decir, que conforme a los términos con que fue impartida su autor conserve el poder de cancelarla, no implica que la mantención de la

¹⁴⁹ Para el sentido de “valer[se]” *supra*, nota n° 147. En cuanto a “utilizar”, el Diccionario de la Lengua Española de la real Academia Española define la palabra como “aprovechar”, y ésta, en su 6ª acepción significa “[s]acar provecho de algo o de alguien, generalmente con astucia o abuso”.

¹⁵⁰ Si el operador directo posee información privilegiada se genera la cuestión de si esa información podría ser o no co-determinante de la operación. La defensa afirmativa del art. 165 inciso tercero de la Ley 18045, que exime al intermediario de la POP, lo exime *a fortiori* de la POU y de la PU.

¹⁵¹ Si se trata de un *insider* de una entidad clasificadora de riesgo, la confirmación infringe el art. 85 y realiza el tipo del crimen previsto por el art. 59-e).

orden equivalga a una confirmación en los términos anteriores. Esto debe analizarse por separado en los dos niveles de las prohibiciones:

(a) En cuanto *uso operativo*, es decir, en cuanto a la ejecución de la orden bajo omisión de cancelación, la mera ausencia de cancelación de la orden por parte del *insider*, aun consistente con la información que posee, no constituye uso de esa información. Para que constituya uso operativo de la información es indispensable que la omisión de cancelación equivalga a una confirmación de la orden, es decir, que el ejecutor tenga una expectativa de cancelación que sea derrotada por esa omisión. Si la orden fue formulada en términos incondicionales esa expectativa no existe.

(b) En cuanto *uso no especificado*, es decir, en cuanto pura decisión de abstenerse que es consistente con la información poseída y que por lo mismo bajo una consideración contrafáctica le reporta un beneficio, la omisión de cancelación de la orden constituye un caso de *insider non trading*, que es jurídicamente irrelevante como se expuso en la sección 6.3.

En lo que respecta a la cancelación o modificación (cancelación parcial) de una orden impartida con anterioridad a la posesión de información privilegiada y comunicada con posterioridad a su posesión, debe examinarse si el conocimiento de la información influyó o no en la decisión de cancelarla. Existiendo esa influencia, la cancelación no puede ser calificada como uso operativo de información privilegiada, pero sí, ciertamente, como uso realizado con el fin de evitar una pérdida. Luego, es constitutiva de infracción a la norma (i). Por esta razón, la práctica de formular órdenes especulativas en un momento previo al conocimiento de información privilegiada y cancelarlas después si la información posteriormente conocida no respalda su ejecución es ilícita bajo el derecho chileno. En esto el derecho chileno se equipara parcialmente a la regulación europea más reciente (art. 8-1 RAM)¹⁵² y se distingue de la regulación federal norteamericana (Regla 10b-5 SEC), donde esta práctica constituye un problema no resuelto por la legislación.

7.2. Bajo la prohibición de operación en posesión de información privilegiada

Como se ha visto, en la Ley 18045 existe una POP: la establecida en el inciso primero del art. 165. Conforme a su tenor literal esta prohibición es manifiestamente sobreinclusiva. Ello queda demostrado por las exenciones que la ley dispone para el intermediario que opera en posesión de información privilegiada (art. 165 inciso tercero Ley 18045) y para la persona jurídica que presta servicios múltiples de asesoría financiera (art. 169 Ley 18045).

Este reconocimiento de la sobreinclusividad de una prohibición de *insider trading* formulada como POP es el común denominador del derecho comparado. Para demostrarlo

¹⁵² La equiparación es parcial porque la solución del problema es distinta en la Ley 18045 que en el RAM. El derecho común europeo resuelve el problema haciendo de la cancelación una operación con información privilegiada –un caso de uso operativo-. La legislación chilena lo resuelve haciendo de la cancelación un caso de uso no especificado –no específicamente operativo- de información privilegiada. Las soluciones son parcialmente equiparables en el sentido de que ambas hacen ilícita la cancelación de órdenes en uso de información privilegiada. No son parcialmente equiparables en el sentido de que el RAM somete la cancelación a la formulación ambigua de la prohibición como POP constitutiva de presunción de POU, y hace a la cancelación de la operación tan punible como la operación.

BASCUÑÁN, Antonio “El estatus en el derecho chileno de las operaciones con valores realizadas en ejecución de una orden impartida antes de la posesión de información privilegiada y de su cancelación”.

basta con citar las palabras de tres autoridades principales relacionadas con el establecimiento y la aplicación de la regulación del *insider trading* en el mundo:

(i) Comisión de Mercado de Valores de los Estados Unidos:

“Reconocemos que una norma absoluta basada en la posesión a sabiendas, o con conciencia, podría ser demasiado amplia en algunos aspectos. La nueva norma intenta equilibrar estas consideraciones por medio de una norma general sobre la base de ‘conciencia’ de la información relevante no pública, con varias defensas afirmativas cuidadosamente enumeradas. Este enfoque permitiría mejor a *insiders* y emisores comportarse de conformidad con la ley.”¹⁵³

(ii) Tribunal Europeo de Justicia:

“El artículo 2, apartado 1, de la Directiva 2003/6 debe interpretarse en el sentido de que el hecho de que una persona (...) que posea información privilegiada, adquiera o ceda, o intente adquirir o ceder, por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente, instrumentos financieros a que se refiera dicha información, implica que esta persona ha ‘utilizado esta información’ en el sentido de dicha disposición, sin perjuicio del respeto del derecho de defensa y, en particular, del derecho a poder destruir esta presunción. La cuestión de si dicha persona infringió la prohibición de operaciones con información privilegiada debe analizarse a la luz de la finalidad de esta Directiva, que es la de garantizar la integridad de los mercados financieros y aumentar la confianza de los inversores, que se basa, entre otras cosas, en la garantía de que estarán en igualdad de condiciones y de que estarán protegidos contra el uso ilícito de información privilegiada.”¹⁵⁴

(iii) Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea:

“La característica esencial de la operación con información privilegiada consiste en obtener una ventaja injusta a partir de información privilegiada en detrimento de terceros que desconocen la información y, por tanto, en el menoscabo de la integridad de los mercados financieros y la confianza de los inversores. Por consiguiente, la prohibición de operar con información privilegiada debe ser aplicable cuando una persona que posee información privilegiada obtiene una ventaja injusta del beneficio conseguido a partir de dicha información al efectuarse operaciones de mercado sobre la base de dicha información, (...) Cuando una persona física o jurídica que posee información privilegiada adquiere, transmite o cede, o intenta adquirir, transmitir o ceder, por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente, instrumentos financieros a los que se refiere dicha información, ha de suponerse que esa persona ha utilizado dicha información. Esta presunción se entiende sin perjuicio del derecho de defensa. La cuestión de si una persona ha infringido la prohibición de realizar operaciones con información privilegiada o ha intentado realizarlas ha de analizarse teniendo en cuenta el objeto del presente Reglamento, que es proteger la integridad de

¹⁵³ *Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading* (17 CFR Parts 240, 243, and 249). Release Nos. 33-7881, 34-43154, IC-24599, File No. S7-31-99. RIN 3235-AH82. III.A.1: 24 de agosto de 2000.

¹⁵⁴ Sentencia de la Tercera Sala en el asunto C-45/08, *Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck y Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA)*, § 62: 23 de diciembre de 2009.

los mercados financieros y aumentar la confianza de los inversores, lo que, a su vez, se basa en la garantía de que estos estarán en igualdad de condiciones y protegidos contra una utilización indebida de información privilegiada.”¹⁵⁵

La corrección de la sobreinclusividad de la POP en la Ley 18045 exige reconocer interpretativamente otras exenciones, además de las expresamente consagradas por la ley. En general, el reconocimiento de exenciones, excepciones o defensas a los cargos formulador por infracción del deber de abstención no es algo rechazado de plano por la SVS. En sus Resoluciones Exentas N° 306/2007 y 307/2007 la SVS admitió que un acusado de infringir el deber de abstención siempre puede “excusarse de la infracción cometida acreditando que la conducta estuvo motivada por caso fortuito o fuerza mayor o se haya exculpado en razón de la concurrencia de alguna causal de justificación”.¹⁵⁶ En sus Resoluciones Exentas N° 527, 528 y 529, de 18 de agosto de 2008, la fórmula aparece más estilizada: para exonerarse de responsabilidad al acusado le corresponde o bien “probar lo contrario” (defensa negativa), o bien probar “la concurrencia de algún caso fortuito, fuerza mayor y otra causal de justificación”¹⁵⁷.

Esta doctrina de la SVS es importante porque implica la admisión de la no exhaustividad de la Ley 18045 como regulación que legitima la imposición de sanciones por infracción a sus normas de comportamiento. La SVS entiende que la Ley 18045 se abre a la consideración de reglas del derecho privado, público y penal sobre causas de exculpación y causas de justificación para reconocer eventuales eximentes de responsabilidad infraccional. Eso demuestra que al menos en este sentido, es decir, en cuanto a las consecuencias sancionatorias de la infracción de normas de comportamiento, la idea de excepciones implícitas a la Ley 18045 no es ajena a la SVS.

Como se expuso en la sección 3, el reconocimiento más importante de excepciones implícitas al deber de abstención se encuentra en la litigación de la SVS en el caso *AFP Habitat*¹⁵⁸. En ese juicio, frente al planteamiento del dilema de la de la cancelación consistente con la información privilegiada (*supra*, sección 6.2) la SVS aceptó la posibilidad de que el deber de cancelar una orden previa no fuera exigible como consecuencia del deber de abstención, atendiendo a las particulares circunstancias del caso. Eso demuestra que el deber de abstención no puede ser concebido como una disposición que no admite interpretación restrictiva. Lo correcto es entenderlo tal como como el derecho comparado del mercado de valores entiende la POP, esto es, como una prohibición sobreinclusiva, necesitada de interpretación restrictiva.

Como mínimo ha de reconocerse: (a) la exención del poseedor de información privilegiada que consiste en el hecho de su operación inminente, y, (b) la exención del poseedor de información privilegiada que mantiene una orden impartida con anterioridad a la posesión de esa información. La exención (a) es indispensable para el normal desenvolvimiento de

¹⁵⁵ Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y el Consejo, considerandos 23° y 24°: 16 de abril de 2014.

¹⁵⁶ Resolución Exenta N° 306/2007, considerando 16; Resolución Exenta N° 307/2007, considerando 14.

¹⁵⁷ Resolución Exenta N° 527/2008, considerando 12; Resolución Exenta N° 530/2008, considerando 12; Resolución Exenta N° 530/2008, considerando 12,

¹⁵⁸ Resolución Exenta N° 245, de 22 de octubre de 2010.

BASCUÑÁN, Antonio “El estatus en el derecho chileno de las operaciones con valores realizadas en ejecución de una orden impartida antes de la posesión de información privilegiada y de su cancelación”.

los inversionistas institucionales y calificados. La exención (b), si bien no es indispensable para el desempeño de los *insiders* primarios o secundarios de fuentes de información corporativa o de mercado, debe ser reconocida por las siguientes razones:

- es coherente con la finalidad de protección de la prohibición del *insider trading*, tanto en su formulación como POU (atentado de peligro abstracto con el bien jurídico colectivo) como en su formulación como POP (bloqueo preventivo en un estadio previo al atentado de peligro abstracto contra el bien jurídico colectivo);
- resuelve el dilema de la cancelación de órdenes que es consistente con la información poseída, de modo coherente con la prohibición de uso de información privilegiada;
- pone al derecho chileno del mercado de valores en una situación semejante a la que impera en el derecho comparado. Salvo por la R 14e-3 SEC, que puede entenderse como un *blackout* en situaciones de *tender offers*, todas las prohibiciones de operación en posesión de información privilegiada, esto es, los Estados Unidos, el Reino Unido, Francia, España, el art. 2-1 DAM en la interpretación del ECJ en el caso *Spector* y el art. 9 RAM reconocen la defensa del plan previo¹⁵⁹.

La doctrina de la SVS, que deduce del deber de abstención un deber de cancelar órdenes, no es coherente con la finalidad de la POP y la POU, porque inhibe un comportamiento que manifiestamente no constituye aprovechamiento de una ventaja indebida por parte del poseedor de información privilegiada. La doctrina no resuelve el dilema de la cancelación de órdenes que es consistente con la información poseída de modo coherente con la prohibición de uso de información privilegiada, porque ordena al poseedor de la información hacer precisamente aquello que la prohibición de uso le impide hacer. La doctrina, finalmente, pone al derecho chileno en abierta contradicción con el derecho comparado del mercado de valores¹⁶⁰.

En el contexto de la Ley 18045, después de la incorporación del art. 16 por la Ley 20382¹⁶¹, la decisión de imponer al *insider* de un emisor una inhabilitación permanente de efectuar

¹⁵⁹ BASCUÑÁN RODRÍGUEZ, “Posesión, uso y explotación”, cit. nota n° 1, *passim*. El artículo se refiere al derecho de los Estados parte de la Unión Europea que se encontraba vigente al 16 de abril de 2014, esto es, la fecha de publicación del RAM. En el intertanto, esos Estados han debido recibir en su derecho interno las normas de comportamiento y de sanción impuestas por el RAM y la Directiva 2014/57/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014. Ese artículo no examina tal proceso de recepción. En todo caso, la evolución de los derechos estatales europeos bajo el RAM y su Directiva no hace sino confirmar la corrección de la tesis que aquí se sostiene: los arts. 8 y 9 RAM son las normas del derecho comparado del mercado de valores que afirman del modo más nítido y categórico la idea de que la prohibición del *insider trading* debe permitir la ejecución de órdenes previas y prohibir su cancelación. Es decir, exactamente lo opuesto a lo que la SVS sostiene que impone el derecho chileno del mercado de valores.

¹⁶⁰ La única regulación comparable en sus efectos prácticos a la doctrina del deber de abstención de la SVS es la Regla 14e-3 SEC, esto es, la prohibición administrativa de *insider trading* en contextos de *tender offers*, que en su comprensión por la propia SEC puede entenderse como un *blackout* para esa situación transitoria específica (al respecto, BASCUÑÁN RODRÍGUEZ, “Posesión, uso y explotación”, cit. nota n° 1, secciones 2.2 y 2.5.2).

¹⁶¹ Art. 16. Los emisores de valores de oferta pública, deberán adoptar una política que establezca normas, procedimientos, mecanismos de control y responsabilidades, conforme a las cuales los directores, gerentes, administradores y ejecutivos principales, así como las entidades controladas directamente por ellos o a través

operaciones con los valores de ese emisor o un *blackout* que lo obligue a suspender la ejecución de órdenes pendientes es una cuestión de política corporativa de cada emisor.

de terceros, podrán adquirir o enajenar valores de la sociedad o valores cuyo precio o resultado dependa o esté condicionado, en todo o en parte significativa, a la variación o evolución del precio de dichos valores. / Dicha política podrá imponer, entre otras, las siguientes limitaciones a las personas indicadas en el inciso anterior: / a) Una prohibición total y permanente de efectuar cualquiera de las operaciones indicadas en el inciso anterior. / b) Una prohibición transitoria, por períodos definidos por el directorio en atención a las actividades, eventos o procesos de la entidad, durante el cual deberán abstenerse de realizar cualquiera de las operaciones indicadas en el inciso anterior. / c) Una prohibición permanente de adquirir y enajenar, o de enajenar y posteriormente adquirir, los valores indicados en el inciso anterior, si entre tales operaciones no hubiere transcurrido a lo menos un plazo determinado de días hábiles bursátiles. / En los casos indicados en las letras anteriores, así como en los demás que pueda adoptar la política interna de cada entidad, se podrá establecer que la violación de la prohibición genere para el infractor, además de los efectos laborales que correspondan, la obligación de pagar, a la entidad respectiva, una multa equivalente a: i) un porcentaje de la operación o ii) el monto total de la ganancia obtenida o la pérdida evitada. La aplicación de esta multa no obstará a la aplicación de las sanciones legales que sean procedentes cuando además se haya infringido la ley. (...)”. El origen de esta regulación se encuentra en la Norma de Carácter General Nº 211 de la SVS (15.01.2008), actualmente derogada y sustituida por la Norma de Carácter General Nº 270 de la SVS (31.12.2009). Como resulta evidente, la infracción de las prohibiciones corporativas no constituye infracción administrativa bajo el Título XXI de la Ley 18045.

BASCUÑÁN, Antonio “El estatus en el derecho chileno de las operaciones con valores realizadas en ejecución de una orden impartida antes de la posesión de información privilegiada y de su cancelación”.

BIBLIOGRAFÍA

- BASCUÑÁN RODRÍGUEZ, Antonio, “Evolución histórica de la legislación chilena sobre información privilegiada en el mercado de valores”. Anexo N° 2 a: *Informe en Derecho. El aprovechamiento de información privilegiada en el mercado de valores*. Santiago, 15 de mayo de 2010 (inédito).
- _____, “La regulación de la información privilegiada en el mercado de valores después de la Ley N° 20.382”, en: Javier Wilenmann von Bernath (coord.), *Gobiernos corporativos. Aspectos esenciales de las reformas de su regulación*. Santiago: Abeledo Perrot/Thompson Reuters, 2011, pp. 87-138.
- _____, “Posesión, uso y explotación de la información privilegiada como presupuestos del *insider trading* en el derecho comparado del mercado de valores”, *Política Criminal*, 12-23 (2017).
- BRAVO QUINTANA, Carla Raquel, BARRA OLIVARES, Esteban Adolfo, *Control administrativo de la Superintendencia de Valores y Seguros sobre hipótesis de uso de información privilegiada. Análisis jurisprudencial*. Santiago: Tesis de Licenciatura de la Facultad de Derecho de la Universidad de Chile, 2013.
- FERREIRO YAZIGI, Alejandro, *Informe en Derecho. Aspectos relevantes a ser considerados para mejor resolver el recurso de reclamación interpuesto por los Sres. Cristián Rodríguez y Alejandro Bezanilla en contra de la Resolución Exenta 245 de la SVS*, Santiago, 31.08.2010.
- FRIED, Jesse M., “Insider Abstention”, *Yale Law Journal* n° 113 (2003), 455-492.
- GARCÍA PALOMINOS, Gonzalo, “Modelo de protección en normas administrativas y penales que regulan el abuso de Información Privilegiada en la legislación chilena”, *Política Criminal* n° 8-15 (2013), pp. 23-63.
- _____, “La idealización y la administrativización de la punibilidad del uso de Información Privilegiada. Un análisis de los discursos penales en la doctrina chilena”, 10-19 *Política Criminal* n° 10-10 (2015), pp. 119-158.
- GÓMEZ INIESTA, Diego José, *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid: McGraw Hill, 1997.
- HERNÁNDEZ SAINZ, Esther, *El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*, Madrid: Civitas, 2007.
- LANGEVOORT, Donald D., “Rereading Cady, Roberts: The Ideology and Practice of Insider Trading Regulation”, 99 *Columbia Law Review* n° 99 (1999), 1319-1343.
- LOKE, Alexander F., “From Fiduciary Theory to Information Abuse: The Changing Fabric of Insider Trading Law in the U.K., Australia and Singapore”, 54 *The American Journal of Comparative Law* n° 54 (2006), pp. 123-172.
- LONDOÑO, Fernando, “Ilícito de manipulación bursátil: fenómeno y lesividad. Aspectos de política sancionatoria”, *Política Criminal* n° 8-15 (2013), pp. 64-126.
- _____, “Aproximación histórico-comparada al Título VIII de la Ley de Mercado de Valores: bases para el reconocimiento de un contenido anti-manipulativo”, *Política Criminal* n° 10-20 (2015), p. 390-467.
- MANNE, Henry G., *Insider Trading and the Stock Market*, New York, The Free Press, 1966.

- _____, “In Defense of Insider Trading”, *Harvard Business Review* Nov.-Dec. 1966 pp. 113-122).
- MERY NIETO, Rafael, “Información privilegiada, ficha estadística codificada uniforme (FECU) y deber de abstención: Comentario a la sentencia de la Corte Suprema en el caso LAN”, *Anuario de Derecho Público UDP* 2013, pp. 316-335.
- MOLONEY, Niamh, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford: Oxford University Press, 2014,
- PFEFFER URQUIAGA, Francisco, “Concepto de información privilegiada y deberes de conducta de quienes están en posesión de ella, a la luz de la jurisprudencia emanada de la Excm. Corte Suprema”, 1 *Revista Chilena de Derecho Comercial* n° 1 (2010), pp. 155-181.
- _____, “Información privilegiada. Criterios asentados en últimas sentencias de la Exma. Corte Suprema”, *Revista Gaceta Jurídica* n° 408 (2014), 7-14.
- PRIETO DEL PINO, Ana María, *El derecho penal ante el uso de información privilegiada en el mercado de valores*. Cizur Menor (Navarra): Thompson-Aranzadi, 2004.
- RIED UNDURRAGA, José Miguel, “Fundamentos de la prohibición del uso de la información privilegiada en Chile: Una visión crítica”, *Revista Chilena de Derecho* 31-3 (2004), pp. 439-463.
- _____, “El caso Consorcio-2 – Banco de Chile: Información privilegiada y potestad sancionadora de la administración”, en: *Sentencias Destacadas – 2005, Anuario de Jurisprudencia del Instituto Libertad y Desarrollo*, Santiago, 2005, pp. 31-44.
- SEREDYNSKA, Iwona, *Insider Dealing and Criminal Law*. Berlín: Springer, 2012.
- VÁSQUEZ PALMA, María Fernanda, “Caso LAN y uso de información privilegiada: Un análisis de la correcta delimitación de las infracciones legales”, *Ius et Praxis* n° 16 (2010), pp. 461-484.
- _____, “Revisión del ámbito de aplicación subjetivo y objetivo de la noción de uso de información privilegiada en Chile: Un examen de la normativa a la luz de las tendencias doctrinales y jurisprudenciales”, *Revista de Derecho Universidad Católica del Norte* n° 17-2 (2010), pp. 239-297.
- VEGA GUTIÉRREZ, José Zamyra, *Mercado de Valores en Derecho Penal*. Montevideo: B de f., 2013.