

## FUNDAMENTOS DE LA PROHIBICIÓN DEL USO DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN CHILE: UNA VISIÓN CRÍTICA

JOSÉ MIGUEL RIED UNDURRAGA<sup>1</sup>

**RESUMEN:** La utilización de información privilegiada fue prohibida en Chile el año 1981, al dictarse la Ley 18.045 sobre Mercado de Valores. La historia del establecimiento de la ley muestra que las razones que se dieron para establecer esta prohibición fueron la igualdad en la información, la fe pública, la transparencia y el ejemplo de las legislaciones extranjeras. Este trabajo analiza estas razones y plantea que son inadecuadas, falaces y difusas. Se adentra, además, en los fundamentos de la prohibición en Estados Unidos, país cuya legislación se tomó como ejemplo en Chile para regular el uso de información privilegiada. Basándose en la escuela del *Law and Economics*, el trabajo invita a dejar de lado estos argumentos y a analizar el tema desde la perspectiva de la eficiencia.

**Palabras clave:** Información privilegiada - Derecho económico - Mercado de valores.

**ABSTRACT:** Insider trading was forbidden in Chile in 1981 when "Ley 18.045", the Securities Market Act, was passed. The history of this statute shows that the reasons on which the prohibition was based were symmetry of information, public confidence, transparency and the example of foreign legislations. This study analyzes these reasons and states that they are inadequate, fallacious and vague. It also explores the reasons given for banning insider trading in the United States, due to the fact that U.S. regulations were cited in Chile as an example for regulating insider trading. Based on the Law & Economics school, this work invites to set aside this arguments and analyze the issue from an efficiency standpoint.

**Key words:** insider trading - economic law - securities market.

### INTRODUCCIÓN

Hay un amplio consenso en Chile respecto a que el uso de información privilegiada debe ser prohibido. La generalidad de las personas estima que el uso de información privilegiada es aparentemente de tal injusticia que merece ser sancionado. Sin embargo, esta generalidad de las personas, incluyendo abogados, economistas y legisladores, rara vez han dado argumentos de fondo para sustentar tal prohibición.

Hay actualmente una tendencia, más bien académica debo reconocer, que siguiendo la línea del análisis económico del derecho (*law and economics*), ha planteado la inconveniencia de prohibir el uso de la información privilegiada<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Profesor de Derecho, Pontificia Universidad Católica de Chile. Licenciado en Derecho, Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica de Chile, Santiago, Chile. Magíster en Derecho, Cornell University, Law School, Ithaca, EE.UU. Admitido como abogado en Nueva York. Profesor de Derecho en la Pontificia Universidad Católica de Chile y en la Universidad Finis Terrae.

<sup>2</sup> Ver MANNE, Henry G., *Insider Trading and the Stock Market* (The Free Press, New York, 1966); MACEY, Jonathan R.: "From Fairness to Contract: The New Directions of the Rules against Insider Trading", en

Para quienes sostenemos esta idea, la información privilegiada es un bien valioso que pertenece al emisor de valores. Al prohibirle al emisor y a sus gerentes y directores que usen esta información en su propio provecho, se le está entregando este activo a los que están en el siguiente puesto de la fila para recibir la información, es decir, los analistas de valores. Parece más justo, entonces, entregar a cada empresa la decisión de usar la información privilegiada de la manera que mejor le parezca (por ejemplo, como pago a los directores, significando un ahorro en remuneraciones) o no usarla en absoluto, sancionando a aquellos que indebidamente se apropien de la información, no por que su uso deba ser demonizado, sino que porque la información pertenece al emisor de valores correspondiente.

El propósito de este trabajo es analizar las razones que se dieron para prohibir el uso de la información privilegiada en Chile y tratar de discernir cuáles son las bases de dicha prohibición.

Veremos que las razones no han sido consistentes a lo largo de la historia y que lo mismo sucede en Estados Unidos, país que ha sido nuestro modelo y el de tantos otros países en esta materia. Trataré de demostrar que los argumentos a favor de la prohibición han sido escasos y débilmente fundamentados y que, al parecer, estos pasaron a un segundo lugar ante el afán regulador.

## HISTORIA DE LA PROHIBICIÓN

La prohibición de usar información privilegiada es bastante nueva en Chile. Por primera vez apareció el año 1981, con la promulgación de la Ley 18.045 sobre Mercado de Valores. Antes de esa fecha, por aplicación de las reglas generales, se permitía el que una persona, estando en posesión de información privilegiada, la utilizara en beneficio personal.

Recordemos que el mercado de valores en Chile se viene desarrollando desde principios del siglo XIX. En 1840 se trató de establecer la primera bolsa de valores, la que solo tomó forma en 1893 como la Bolsa de Comercio de Santiago<sup>3</sup>. En 1854 se dictó la ley de sociedades anónimas, luego incorporada en el Código de Comercio en 1865 y finalmente separada de él en 1981, al dictarse la actual ley de sociedades anónimas.

Es decir, el mercado de valores chileno funcionó por más de un siglo sin que hubiera prohibición alguna respecto al uso de información privilegiada.

El artículo 13 de la Ley de Mercado de Valores, en su versión del año 1981, establecía que los directores, administradores y, en general, cualquiera persona que en razón de su cargo o posición tuviera acceso a información privilegiada de su sociedad o de los negocios de esta, debían "guardar estricta reserva". Se establecía, además, una prohibición para que estas personas no pudieran valerse de la información para obtener

---

*Hofstra Law Review* 13 (1984); CARLTON, Dennis W. y Fischel, DANIEL R.: "The Regulation of Insider Trading", en *Stanford Law Review* 35 (1983); EASTERBROOK, Frank H.: "Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information", en *Supreme Court Review* (1981); LELAND, Hayne E. "Insider Trading: Should It Be Prohibited?", en *Journal of Political Economy* 100 (agosto 1992).

<sup>3</sup> Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.

ventajas mediante la compra o venta de valores y se les obligaba a velar para que eso tampoco ocurriera a través de subordinados o terceros de su confianza.

El artículo 13 establecía que las personas que hubieran actuado en contravención con este artículo, deberían "devolver a la caja social toda utilidad que hubieren obtenido a través de transacciones de valores de la sociedad". De esta disposición era posible concluir que la ley consideraba que las utilidades provenientes del uso de la información privilegiada pertenecían a la sociedad, ya que el infractor debía "devolverlas" (difícilmente podría devolverse a la sociedad algo que no hubiera sido de ella).

Si las utilidades provenientes del uso de la información privilegiada pertenecían al emisor de los valores, debemos entender que ello se debía a que el legislador consideró que el emisor era el dueño de la información. Podemos aventurar, entonces, que la prohibición original del año 1981 se pudo haber fundamentado en que los directores, gerentes u otros "internos" (llamémoslos de aquí en adelante *insiders*, siguiendo la nomenclatura casi universal al respecto), se estaban apropiando indebidamente de un bien del emisor. Como veremos, la historia del establecimiento de la ley da pocas luces al respecto. Además, la obligación de devolver las utilidades se eliminó en las reformas posteriores, por lo que si el fundamento inicial de la prohibición fue la apropiación indebida, se perdió en el tiempo reemplazándose por otros argumentos.

La Ley de Mercado de Valores de 1981 no establecía sanciones penales asociadas al uso de información privilegiada.

## LA PROHIBICIÓN HOY

La prohibición como la conocemos hoy fue establecida en la Ley 19.301 de 1994, que incorporó un nuevo Título XXI a la Ley de Mercado de Valores llamado precisamente "De la Información Privilegiada", el que fue modificado, en menor medida, por la Ley 19.389 de 1995.

La Ley 19.301 cambió sustancialmente la regulación que hasta entonces había en materia de información privilegiada, eliminando, entre otras cosas, la posibilidad de que a la empresa se le "devolvieran" las utilidades percibidas por aquellos que hubieran utilizado indebidamente dicha información.

Es necesario hacer presente que el objetivo original de la Ley 19.301 era terminar con los conflictos de interés que pudieran existir respecto de partícipes del mercado de valores que, además, participaran en la administración de emisores de valores o de alguna Administradora de Fondos de Pensiones. El proyecto buscaba establecer una inhabilidad para que aquellas personas que se desempeñaran como directores de sociedades emisoras de valores no pudieran participar en la administración de las corredoras de bolsa o agentes de valores. Durante la tramitación de la ley se prefirió prohibir conductas específicas que supusieran la utilización indebida de información reservada y sancionar drásticamente a los infractores, incluyendo sanciones penales.

Finalmente, el año 2000 se dictó la Ley 19.705, llamada la "Ley de OPA", que incorporó cambios a las presunciones de acceso a información privilegiada y tipificó dos delitos nuevos respecto al uso de dicha información.

¿En qué consiste el uso ilegítimo de información privilegiada?

A continuación haré una breve descripción de las actuales disposiciones aplicables a la información privilegiada, tratando de no detenerme a analizar los alcances de las normas.

La información privilegiada está tratada, principalmente, en el Título XXI de la Ley de Mercado de Valores. Según lo dispuesto en el artículo 164 de dicha ley, se entiende por información privilegiada cualquier información referida a uno o a varios emisores de valores, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos, no divulgada al mercado y cuyo conocimiento, por su naturaleza, sea capaz de influir en la cotización de los valores emitidos, como asimismo, la información esencial relativa a una sociedad, cuyo directorio ha dado el carácter de reservada.

El artículo 165 de la misma ley contiene una serie de prohibiciones y obligaciones respecto de aquellas personas que, por su cargo, posición, actividad o relación, tengan acceso a información privilegiada.

Las conductas prohibidas para las personas referidas son las siguientes:

- a) utilizar la información en beneficio propio o ajeno;
- b) adquirir para sí o para terceros, directa o indirectamente, los valores sobre los cuales posean información privilegiada; y
- c) valerse de la información privilegiada para obtener beneficios o evitar pérdidas.

Adicionalmente, las personas indicadas tienen las siguientes obligaciones:

- a) guardar estricta reserva de la información;
- b) abstenerse de comunicar dicha información a terceros o de recomendar la adquisición o enajenación de los valores en cuestión; y
- c) velar para que los subordinados o terceros de su confianza no incurran en las conductas descritas en las dos letras anteriores.

El artículo 172 de la Ley de Mercado de Valores establece que toda persona perjudicada por actuaciones que impliquen infracciones a las disposiciones sobre información privilegiada, tendrán derecho a demandar indemnización en contra de los infractores. Aun más, el inciso tercero de este artículo establece que las personas que hayan actuado en contravención a estas normas, "deberán entregar a beneficio fiscal, cuando no hubiere otro perjudicado, toda utilidad o beneficio pecuniario que hubieren obtenido a través de transacciones de valores del emisor de que se trate". El monto de estos beneficios o utilidades es determinado por la Superintendencia de Valores y Seguros<sup>4</sup>, en adelante "SVS", sin perjuicio de las facultades de esta para sancionar con censura o multas que pueden llegar hasta 45.000 unidades de fomento a los directores, gerentes, dependientes, inspectores de cuentas o liquidadores de sociedades sujetas a su fiscalización, que hubieren infringido la Ley de Mercado de Valores.

<sup>4</sup> Decreto Ley N° 3.538, Artículo 4°, letra q).

Esta ley establece, además, ciertas presunciones de acceso a información privilegiada y algunas limitaciones inconexas, como la del artículo 168 que impone una prohibición para intermediarios de valores cuyos directores, administradores y apoderados participen en la administración de un emisor de valores de oferta pública. Estos intermediarios de valores deben abstenerse de realizar toda operación o transacción de acciones emitidas por dicho emisor, sea para sí o para terceros relacionados y deben, adicionalmente, informar esta situación a sus clientes.

El artículo 168, inserto en el Título "De la Información Privilegiada" merece alguna atención por tres razones. Primero, porque establece para ciertas personas una prohibición absoluta de negociar ciertos valores, sin importar que estén o no en posesión de información privilegiada. En segundo lugar, se obliga a los intermediarios señalados a informar a sus clientes el hecho de que sus apoderados participan en la administración de un emisor de valores cuyas acciones no pueden comprar o vender para sí, por lo que no se ve la razón de esta obligación. En tercer lugar, es extraño que se prohíba realizar "cualquier operación o transacción de acciones emitidas por dicho emisor", que puede ser un emisor, por ejemplo, de bonos y no hacer oferta pública de sus acciones.

La Ley de Mercado de Valores, finalmente, establece ciertas sanciones penales referentes al uso de información privilegiada. El artículo 60, letra e) señala penas de presidio menor en cualquiera de sus grados, esto es desde 61 días hasta cinco años, "para las personas indicadas en el artículo 166<sup>5</sup> 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 letras g) y h), del mismo artículo, incorporadas por la Ley 19.705 de 2000, establecen la misma pena para "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" y "h) El que revele la información privilegiada, con objeto de obtener un beneficio pecuniario o evitar una

---

<sup>5</sup> El artículo 166 de la Ley de Mercado de Valores establece una presunción de que ciertas personas tienen acceso a información privilegiada. Las personas respecto de las cuales se establece la presunción son las siguientes, siguiendo la redacción de la ley: los directores, gerentes, administradores y liquidadores del emisor o del inversionista institucional, y los cónyuges o parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad de estos; las personas controladoras o sus representantes, que realicen operaciones o negociaciones tendientes a la enajenación del control; los directores, gerentes, administradores, apoderados, asesores financieros u operadores de intermediarios de valores; los auditores externos e inspectores de cuenta del emisor, así como los socios y administradores de las sociedades de auditoría; los socios, administradores y miembros de los consejos de clasificación de las sociedades clasificadoras de riesgo, que clasifiquen valores del emisor o a este último; los dependientes que trabajen bajo la dirección o supervisión directa de los directores, gerentes, administradores o liquidadores del emisor o del inversionista institucional; las personas que presten servicios de asesoría permanente o temporal al emisor; y los funcionarios públicos dependientes de las instituciones que fiscalicen a emisores de valores de oferta pública o a fondos autorizados por ley.

pérdida, tanto para sí como para terceros, en operaciones o transacciones con valores de oferta pública".

Quiero detenerme brevemente respecto de estos tipos penales incorporados el año 2000, que marcan una nueva extensión de la prohibición de usar información privilegiada. Según el literal g) del artículo 60, cualquier persona que tenga información no divulgada al mercado, capaz de influir en el precio de ciertos valores, comete un delito si transa esos valores con el objeto de obtener un beneficio o si revela, con esa intención, la información. Ya no importa que se trate de un gerente o director, de un *insider* de la compañía.

Para ilustrar las implicancias de este artículo, pondré el siguiente ejemplo: un analista de valores realiza una investigación científica sobre el comportamiento de los peces, para determinar la conveniencia de invertir en valores del sector pesquero. Su investigación arroja como resultado que gran parte de la población de peces del mundo se dirige a las costas de Chile, lo que provocará un déficit de dicho recurso en todo el mundo, menos en Chile, donde habrá una abundancia total. El analista ha obtenido información que está referida a los negocios de las empresas pesqueras. Si asumimos que una empresa pesquera (llamémosla "ABC") ha listado sus acciones en la bolsa y entendiendo que es indudable que el valor de esas acciones subirá una vez que esta información se haga pública, entonces la información que ha obtenido nuestro analista es información privilegiada en los términos del artículo 164. Pues bien, si luego de su estudio el analista compra acciones ABC, cometería el delito de acuerdo con la letra g) del artículo 60. Si además quiere compartir su fortuna con otras personas y les comenta su descubrimiento, habría cometido otro delito, según la letra h) del artículo 60. Por estos dos delitos nuestro analista delincuente arriesga hasta 10 años de presidio.

Según Jorge Ponce Amar<sup>6</sup>, el hecho de que el delito alcance a cualquier persona, incluso a terceros totalmente extraños al emisor, hace necesario acotar su alcance atendiendo la naturaleza propia del delito de *insider trading*<sup>7</sup> y las características propias del derecho penal. Estima que la extensión que dio el legislador a esta norma es inadecuada y peligrosa y llega a considerar que no se puede incluirse como sujeto activo del delito a aquellas personas que no teniendo relación con el emisor de valores han escuchado fortuitamente una información privilegiada, ya que "no puede exigírsele a él ningún deber de fidelidad con la empresa o para con la persona de quien recibió la información". Siguiendo esta línea nuestro analista podría salvarse de la cárcel.

Avalando esta postura, en la historia del establecimiento de la Ley 19.705, encontramos la transcripción de una intervención del abogado de la SVS, señor Orlando Vásquez, en la que explica la inclusión de las letras g) y h) al artículo 60. Señala Vásquez: "En la actualidad la Ley de Mercado de Valores sanciona penalmente el uso de informa-

<sup>6</sup> PONCE AMAR, Jorge, *El delito de utilización abusiva de información privilegiada en la ley de OPAS N° 19.705*. Tesis para optar al grado de Licenciado en Derecho de la Pontificia Universidad Católica de Chile (2001).

<sup>7</sup> *Insider trading* (transacción por parte de los internos de una empresa) es el nombre con que nació el uso de la información privilegiada en Estados Unidos, y constituye una expresión ampliamente aceptada en muchos idiomas, incluyendo el español, para referirse a este tema.

ción privilegiada, solo limitado al número de personas que son sujeto de la presunción establecida en el artículo 166, lo cual restringe la aplicación de sanciones penales a personas diversas de las allí mencionadas [...] Ello impide la aplicación y fiscalización de esta ley a personas distintas de las señaladas en el artículo 166. Con la inclusión de estas dos nuevas letras, se hace extensivo el delito de uso de información privilegiada a todos aquellos que 'en razón de su cargo o posición, actividad o relación' tengan acceso a este tipo de información y negociaren valores respecto de los cuales la poseen"<sup>8</sup>.

Siguiendo la intervención de la SVS, la extensión de las letras g) y h) no llegaría sino hasta las personas que "en razón de su cargo o posición, actividad o relación" tengan acceso a información privilegiada, lo que tiene sentido, ya que solo respecto de ellas se establecen las prohibiciones y obligaciones del artículo 165. ¿Deberíamos atribuir entonces la actual redacción de dichas letras a un error de los legisladores? Posiblemente, pero las normas aplicables hoy son las transcritas.

¿Por qué se prohibió usar la información privilegiada en Chile?

La prohibición de comprar o vender ciertos bienes impuesta a una persona, en el evento en que esté en conocimiento de cierta información, constituye una limitación a su libertad y a su derecho de propiedad, los que se encuentran amparados por el derecho natural, por los principios generales del derecho, por la Constitución Política y las leyes.

Es cierto que la libertad, el derecho a la propiedad, el derecho a desarrollar cualquiera actividad económica y la autonomía privada admiten limitaciones, pero estas limitaciones no pueden ser arbitrarias, es decir, deben tener algún fundamento lógico.

Como explicaré a continuación, las razones que se han aducido para prohibir el uso de información privilegiada son inadecuadas, falaces y difusas.

Quiero hacer hincapié en que, sin dar mayor fundamento, el legislador ha impuesto pesadas sanciones civiles, administrativas y aun penales sobre quienes incurran en una conducta cuyo peligro es más que dudoso. Esto es especialmente válido en el caso de la sanción penal, ya que, siguiendo a Patricio Zapata Larraín, en razón de la grave invasión en los derechos que ella siempre envuelve, debiera ser siempre el último recurso<sup>9</sup>.

De hecho, si se aplicare la pena máxima que establece el artículo 60 de la Ley de Mercado de Valores, el infractor sería acreedor de penas iguales o superiores que las establecidas para delitos tales como secuestro, estafa, falsificación de moneda, falsificación de acciones y otros valores, comunicación fraudulenta de secretos de fábrica y violación de secretos<sup>10</sup>, lo que no guarda proporción alguna con la gravedad de estos delitos.

Señala Jorge Ponce Amar<sup>11</sup>, siguiendo a José González Coussac, que "...el buen funcionamiento del mercado de valores nunca puede justificar una norma penal, el mantenimiento de la confianza de los inversores tampoco y, por último, el respeto por el principio de igualdad de oportunidades tampoco..."

<sup>8</sup> Discusión particular del proyecto en el Senado, sesión 25ª, 1999.

<sup>9</sup> *El Mercurio*, 28 de junio de 2004.

<sup>10</sup> Ver Código Penal, artículos 141, 468, 162, 174, 284 y 246.

<sup>11</sup> PONCE AMAR: (n. 6), p. 30.

Para poder establecer las razones por las que se prohibió transar valores estando en posesión de información privilegiada, es necesario recurrir a las discusiones y argumentos dados en el marco del establecimiento legislativo de la prohibición.

### RAZONES DE LA LEY 18.045

En las actas de la tramitación de la Ley 18. 045 sobre Mercado de Valores, donde por primera vez se estableció la prohibición, hay escasas referencias a la razón que se tuvo para hacerlo.

Lo más destacado al respecto es un informe del Ministro de Hacienda de la época que indicaba lo siguiente:

"La mayor parte de las distorsiones que se producen en los mercados de valores se debe a que hechos trascendentales que afectan la marcha de una empresa son desconocidos para la gran masa de inversionistas ya sea por omisión involuntaria de informar o por ocultamiento de los hechos. El grueso de los inversionistas se encuentra entonces en situación absolutamente desequilibrada frente a aquellas personas 'internas' a la empresa que conociendo la situación pueden aprovecharla para comprar o vender al resto, con evidentes ventajas económicas. Nuestra historia financiera conoce muchos de estos casos. Ciertamente ellos no contribuyen a generar confianza en el mercado de valores"<sup>12</sup>.

El único argumento que consta en las actas de la tramitación del establecimiento original de la prohibición, fue que una situación de desequilibrio entre las partes de una transacción, en la que una persona obtenga evidentes ventajas económicas, no genera confianza en el mercado de valores.

En realidad en esta afirmación encontramos los dos primeros argumentos para fundamentar la prohibición: falta de equidad (o asimetría de información entre las partes de un contrato) y falta de confianza en el mercado de valores producido por dicha asimetría (o amenaza a la fe pública).

Veremos que estos argumentos se repiten en la discusión de las leyes que luego vendrían a modificar el concepto original de información privilegiada, pero al igual que en este caso, sin explicar por qué el uso de información privilegiada amenazaría la fe pública o por qué la asimetría en la información es indeseable al punto de sancionarla civil y penalmente.

### RAZONES DE LAS LEYES POSTERIORES

En la discusión parlamentaria de la Ley 19.301 es donde podemos encontrar la mayor argumentación para prohibir el uso de información privilegiada en materia de valores.

---

<sup>12</sup> Informe Técnico del Ministro de Hacienda, señor Sergio de Castro.



A continuación analizaré las diversas razones que aparecen en la historia legislativa de la prohibición:

#### Falta de equidad o asimetría

"El uso indebido de información privilegiada generaría asimetrías que atentan contra la transparencia y equidad que debe existir en el mercado, constituyéndose en un factor de desconfianza que inhibiría la participación de agentes independientes e impide la profundización y masificación del mismo"<sup>13</sup>.

"El señor Superintendente de Valores y Seguros planteó que la información privilegiada constituye una de las instituciones más importantes dentro de los mercados de valores. En esta materia, se persiguen cinco objetivos fundamentales: [...]

b) Es un hecho inobjetable que los emisores disponen respecto de los mismos y de sus valores, de una cantidad de información superior a cualquier otro agente económico; en un segundo grado, la tienen los intermediarios de valores; en otro nivel, los inversionistas institucionales y, finalmente, esa misma información es menor para los inversionistas particulares o público en general. De ahí entonces la necesidad de establecer una forma regulatoria que inhiba a aquellos de revelarla y menos utilizarla, mientras esta no sea divulgada oficialmente al mercado. Con ello se evita la discriminación en el conocimiento de la información y se cumple el objetivo de una participación igualitaria de oportunidad en la información;

c) Disponer de información privilegiada de por sí importa una discriminación frente al público inversionistas y una participación desigual en el mercado; además de impedir su revelación, el otro objetivo que se persigue es evitar su uso indebido, mediante el provecho propio o de terceros con la finalidad de obtener ventajas económicas o evitar pérdidas, en su caso. Una regulación adecuada perfeccionará la transparencia del mercado, la cual dará una mayor confianza al inversionista en general; [...]

No hay que olvidar que es principal característica de los mercados de valores la búsqueda constante de la protección de la fe pública y ello se logra, precisamente, en el uso de de información que la ley se encarga de precisar, para dar igualdad de oportunidades en la competitividad y equidad, evitando cualquier manipulación del mercado, cualquiera sea el infractor"<sup>14</sup>.

Se argumenta que la igualdad de información entre dos participantes del mercado brindará transparencia, equidad y protección a la fe pública.

De las intervenciones transcritas se desprende que uno de los principales objetivos de prohibir el uso de la información privilegiada, acaso el más importante, es mantener la equidad. Esto consiste en que debe haber igualdad de oportunidades, simetría en la información. Una de las partes de una transacción no puede tener más información sobre la transacción que la otra.

<sup>13</sup> Informe de la Comisión de Hacienda de la Cámara de Diputados.

<sup>14</sup> Presentación del Superintendente de Seguros y Valores ante la Comisión de Hacienda del Senado.

Sin embargo, este es el argumento más débil de todos. Es natural que las partes tengan distinta información sobre una misma transacción, aun más, es natural y lógico que antes de celebrar un contrato cada una de las partes trate de obtener la mayor información posible respecto de la transacción, sin importar que obtengan más información que la otra. "Inevitablemente algunos [inversionistas] estarán mejor informados o serán más rápidos o más inteligentes que otros"<sup>15</sup>.

No hay que confundir la natural asimetría en la información que conlleva toda operación comercial con la idea de fraude, en el que una de las partes engaña a la otra. Conducta que, debido al elemento de dolo y engaño, merece ser sancionada.

Según los profesores Frank Easterbrook y Daniel Fischel, no podría haber ningún mercado si se prohibiera que una de las partes estuviera más informada que la otra. "Si cada parte tuviera la misma información que las otras, habría poco incentivo para hacer la transacción. Lo que es más importante: el incentivo para adquirir inicialmente información bajaría si la oportunidad para lucrar con información superior se elimina. Y si no hay incentivo para obtener información, los mercados perderían su función de otorgar señales de precios a los distintos partícipes de la economía"<sup>16</sup>.

Debemos recordar que esta asimetría en la información, tan fieramente atacada en el caso de los *insiders*, se permite para cualquier otro participante del mercado. Efectivamente, la prohibición a usar la información privilegiada contenida en el artículo 165 de la Ley de Mercado de Valores es solo para los *insiders*, para los que obtienen la información en razón de su cargo, posición, actividad o relación. Sin embargo, la prohibición no existe para los que obtienen la información por otros medios. El argumento de la simetría, equidad o igualdad no lo sigue ni siquiera el propio legislador, al permitir transacciones "en desigualdad de oportunidades" respecto de personas que no son *insiders*<sup>17</sup>.

Además, una asimetría total en la información sin que intervenga información privilegiada, tampoco se sanciona. Pongamos, por ejemplo, el caso de un doctor con nulos conocimientos del mercado accionario, que siempre ha admirado a la empresa "ACME" y un buen día decide comprar acciones ACME. En vez de contactarse con un corredor, prefiere ofrecer a su vecino comprarle sus acciones ACME, cuyo valor en bolsa tradicionalmente y por mucho tiempo ha sido \$ 25 por acción. De esta forma, hace una oferta al vecino por \$ 25 por acción, ignorando que la empresa ha quebrado hace una semana, información que es pública y, por lo tanto, "no privilegiada", y que el valor actual de la acción en bolsa bordea los \$ 2. El vecino, en conocimiento de la quiebra de ACME, acepta gustoso la oferta. Esta situación de patente inequidad y asimetría en la

<sup>15</sup> MACEY, Jonathan R., *Insider Trading* (American Enterprise Institute for Public Policy Research, 1991).

<sup>16</sup> EASTERBROOK, Frank H. y FISCHEL, Daniel R., *The Economic Structure of Corporate Law* (Harvard University Press, fourth printing, 1998).

<sup>17</sup> Como se indicó anteriormente, la Ley 19.705 de 2000 incorporó las letras g) y h) al artículo 60 de la Ley de Mercado de Valores, estableciendo como delito el uso o comunicación de información privilegiada por cualquier persona. Sin embargo, estas disposiciones han sido criticadas y, al discutirse su establecimiento, no solo no se dio como argumento la equidad o simetría en la información, sino que no se pretendió incorporar como sujeto activo del delito a "todas las personas".

información, en materia de valores de oferta pública, no está prohibida ni sancionada en la normativa del mercado de valores.

Finalmente, el único mercado en el que se persigue esta asimetría en la información es el mercado de valores. Toda transacción (que no verse sobre valores de oferta pública) en la que una de las partes tenga más información que las otras, es perfectamente válida y no tiene sanción alguna, sea que se trate de productos agrícolas, obras de arte, acciones de sociedades anónimas cerradas o bienes raíces.

Por ejemplo, si una empresa pretende construir un gran centro comercial en cierto terreno y un director del centro comercial compra bienes raíces aledaños a dicho terreno, sabiendo que el valor de esos terrenos subirá, con el exclusivo objeto de obtener una ganancia y sin que el vendedor tenga acceso a esta información, el director no tiene sanción alguna. Nótese que estamos en presencia de la misma asimetría en la información que fundamenta la prohibición en el mercado de valores.

## FE PÚBLICA

"Si necesitamos aumentar el nivel de ahorro y, a su vez, canalizar los procesos de inversión, llamo la atención sobre el papel fundamental que la fe pública juega en el mercado de capitales, expresada en el convencimiento de que los distintos instrumentos de ahorro tienen regulaciones adecuadas que impedirán que el fruto de su esfuerzo sea mal utilizado por quienes administran los diversos mecanismos de las instituciones dedicadas a canalizar sus ahorros. Por esta razón, en la discusión más detallada del proyecto enfatizaremos en la fe pública, en la necesidad de que el contribuyente, el chileno medio, el ahorrante, tenga confianza en los instrumentos que se le ofrecen, en que no hay manejos raros y en que, por el contrario, hay transparencia, todos elementos indispensables para que el mercado de capitales funcione de manera más adecuada". "Asimismo, algunas de las prácticas que menoscaban la confianza en el sistema son el uso de información privilegiada en las sociedades anónimas y las intenciones de transacciones en los fondos de pensiones o la manipulación de precios de mercado con recursos propios y de terceros"<sup>18</sup>.

"El uso de información privilegiada de sociedades anónimas y de las intenciones de transacción de fondos de pensiones o de fondos de inversión, o la manipulación de precios de mercado con recursos propios y de terceros, constituyen prácticas que reducen la confianza en la equidad del sistema, factor que a su vez inhibe la profundización y masificación del mismo"<sup>19</sup>.

El siguiente argumento que se dio en la discusión legislativa fue que el uso de información privilegiada socavaría la confianza en el sistema, la fe pública, entendiéndose como tal que "el chileno medio, el ahorrante, tenga confianza en los instrumentos que se le ofrecen" y que haya transparencia.

<sup>18</sup> Informe diputado Huepe a la Cámara de Diputados. Sesión 8 de junio de 1993.

<sup>19</sup> Presentación Sr. Alejandro Foxley, Ministro de Hacienda. Cámara de Diputados. Sesión 8 de junio de 1993.

Según este argumento se justifica el uso de información privilegiada porque los inversionistas no tendrían confianza, fe, en el mercado de valores si no tuvieran la convicción de que están compitiendo en las mismas condiciones. Es decir volvemos al argumento de la igualdad de condiciones, ya rebatido.

Siguiendo a mi profesor Jon Macey<sup>20</sup>, hay argumentos adicionales en contra de la etérea idea de la fe pública:

Primero, el mero hecho de prohibir el uso de información privilegiada no hará que este chileno medio, el aborrante, tenga confianza en que está transando en igualdad de condiciones, precisamente porque no lo está.

Al prohibir el uso de información privilegiada simplemente se prohíbe que el emisor de valores en cuestión y sus *insiders*, es decir, el originador de la información, use dicha información, pero no se prohíbe que los que están en el siguiente peldaño de acceso a la información puedan hacerlo. Los corredores, los analistas e inversionistas sofisticados son los que primero recibirán la información y los que la usarán en su provecho.

El legislador estima que al prohibir el uso de información privilegiada, esta información llegará en forma igualitaria a todos los partícipes del mercado, al "chileno medio", fortaleciendo la confianza en el sistema. En realidad lo único que está haciendo es quitar la información al originador de ella, para entregársela otro grupo de privilegiados, los analistas, cuya profesión es precisamente buscar información de valores. El "chileno medio" solo tiene acceso a esta información al día siguiente, siempre tarde.

Otro argumento en contra de la teoría de la "fe pública" es que si asumimos un escenario en el que el uso de información privilegiada se permite y en el que el mercado estuviera en conocimiento de que el uso de información privilegiada está permitido, asumiendo además (siguiendo el argumento del riesgo que provoca el uso de información privilegiada y que causa daño a la fe pública) que para el inversionista desinformado su inversión en valores sería más riesgosa (hay partícipes del mercado más informados que él), entonces el comprador "*outsider*" de valores castigaría el precio que está dispuesto a pagar por los valores, de manera de compensar el mayor riesgo que está asumiendo. Por lo tanto, el precio de las acciones absorbería el riesgo del uso de la información privilegiada y no habría tal daño a la confianza o fe pública. El inversionista compraría más barato, las acciones bajarían, traspasando el riesgo al precio de la acción<sup>21</sup>.

Finalmente, el concepto de fe pública es difuso y, además, no hay evidencia de que el permitir, dentro de ciertas reglas, el uso de información privilegiada, podría afectar a esta fe pública, por lo que es por lo menos dudosa la necesidad de prohibir el *insider trading* basado en este argumento.

<sup>20</sup> MACEY, Jonathan R.: (n. 15), p. 41.

<sup>21</sup> SCOTT, Kenneth: "Insider Trading, Rule 10b-5, Disclosure and Corporate Privacy", en *Journal of Legal Studies*, vol. 9 (1980). Citado por MACEY: (n. 15), pág. 43.

## TRANSPARENCIA

"...El establecimiento de regulaciones sobre conflictos de intereses y uso de información privilegiada incidirá en mayor transparencia del mercado de capitales"<sup>22</sup>.

"El segundo aspecto de gran importancia que se aborda decididamente en esta reforma y sin el cual la flexibilización de las inversiones de los inversionistas institucionales no sería posible, se refiere a la regulación de conflictos de intereses para aumentar la transparencia del mercado de capitales. El uso de información privilegiada de sociedades anónimas y de las intenciones de transacción de Fondos de Pensiones o de Fondos de Inversión, o la manipulación de precios de mercado con recursos propios y de terceros, constituyen prácticas que reducen la confianza en la equidad del sistema, factor que a su vez inhibe su profundización y masificación"<sup>23</sup>.

"La transparencia del mercado, entre otras cosas, se logra en la medida en que la información privilegiada no pueda usarse indebidamente. De esta manera se protegen los intereses del inversor en general y la fe pública"<sup>24</sup>.

La Comisión de Hacienda de la Cámara de Diputados, el diputado Huepe y el Ministro de Hacienda coincidieron en que la falta de equidad y transparencia que, sin explicar por qué, hacen aparecer como inherentes al uso de información privilegiada, provocarían desconfianza en el mercado de valores y dañarían la fe pública.

En general, en las discusiones en el Congreso se identificó el empleo de información privilegiada con una falta de transparencia en el mercado, lo que produciría una falta de confianza en este, es decir, atentaría contra la fe pública.

Ya expliqué por qué el uso de información privilegiada no dañaría la así llamada fe pública. Analicemos ahora el asunto de la transparencia.

Cuesta encontrar razones para atacar este argumento, debido a lo difuso y etéreo que es. Nótese las tautológicas explicaciones transcritas, que en su momento dieron el Ministro de Hacienda y el Superintendente de Valores de la época para justificar la prohibición basándola en este argumento. Básicamente se dijo que al establecer la prohibición, habría más transparencia, sin explicar la razón de esto ni el porqué era deseable.

Tratemos de entender qué pudo significar "transparencia" en este contexto. La teoría económica indica que mientras un mercado sea más eficiente, los precios de los bienes reflejarán en forma más acertada su real valor, es decir, los precios serán los correctos. Así, en un mercado perfecto, toda la información susceptible de hacer variar el precio de un bien es incorporada en forma inmediata al precio.

Esto es deseable porque protege a los partícipes del mercado ya que incluso aquellos más desinformados podrán confiar en que el precio que el mercado ha asignado a los bienes es el correcto, contiene toda la información disponible, por lo que ellos no

<sup>22</sup> Intervención Ministro de Hacienda, señor Alejandro Foxley, en la sesión 22ª del Senado, 11 de enero de 1994.

<sup>23</sup> Presentación Sr. Alejandro Foxley, Ministro de Hacienda. Senado. Sesión N° 18, 1993.

<sup>24</sup> Presentación del Superintendente de Seguros y Valores ante la Comisión de Hacienda del Senado.

tendrán que procurar información adicional para determinar si una transacción es conveniente o no.

Entiendo que la llamada transparencia se refiere a esta característica, es decir, a que toda la información referida a un valor fluya de la manera más rápida posible al mercado, y que este la asimile reflejándola en los precios de los valores.

Sin embargo, no se ve claro que el prohibir revelar la información relevante del mercado de valores o utilizarla pueda aumentar la transparencia de este. La conclusión lógica es precisamente la contraria, esta prohibición hace que el mercado de valores sea menos transparente.

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

## EL EJEMPLO ESTADOUNIDENSE

"... El Ejecutivo ha propuesto ahora un texto sustitutivo que comprende las figuras actuales, perfecciona y mejora la redacción del precepto, precisa el concepto de información privilegiada, comprendiendo también las situaciones que se reseñan en el derecho comparado y que informan esta institución, que es de la mayor trascendencia para una adecuada transparencia del mercado. A su vez, se refuerza esta norma, creando las figuras penales pertinentes, toda vez que la tendencia internacional es ser más riguroso en la sanción del uso de información privilegiada, elevándola a la categoría de delito; por ello, se propone agregar como figuras penales, las de la letra h) del artículo 59"<sup>25</sup>.

"Los señores Senadores autores de la indicación<sup>26</sup> explicaron que en atención a que se ha creado —como se verá más adelante— un Título XXI sobre información privilegiada y con el objeto de reforzar esta institución y de acuerdo a la tendencia internacional en esta materia de sancionar penalmente estas infracciones, sin perjuicio de las restricciones civiles por su aprovechamiento, se tipifican en esta letra e) como figuras penales las conductas de uso indebido de información privilegiada, conocida en la doctrina como *insider trading*. La norma propuesta recoge la figura como delito de peligro"<sup>27</sup>.

"Señor Presidente, además quiero referirme a otro aspecto de la ley, lo que en los Estados Unidos se llama *insider trading*, que equivale a lo que nosotros conocemos como mal uso de la información privilegiada. ¿En qué consiste? En que quien tiene información económica determinada la aprovecha, por la anticipación con que la obtiene, para hacer pingües utilidades en beneficio propio, o de sus parientes, o de sus amigos. En

<sup>25</sup> Intervención del Superintendente de Valores ante el Senado. Sesión N° 18, 1993.

<sup>26</sup> La indicación en cuestión consistió en agregar el actual literal e) del artículo 60 de la Ley de Mercado de Valores, que tipifica el delito de usar deliberadamente información privilegiada en operaciones de valores de oferta pública.

<sup>27</sup> Intervención de los Senadores Jaime Gazmuri y Andrés Zaldívar. Sesión N° 18, 1993.

Estados Unidos hubo un juicio de extraordinaria importancia que reveló la magnitud de los intereses que pueden estar en juego y la forma de aprovechar esta información. Ello dio origen a toda la normativa relativa a precisar cuándo se produce el *insider trading* y a como ponerle freno. Eso no se logró apostando un agente de policía o un investigador junto a cada director de empresa para impedir que actuara mal. Se establecieron los tipos penales y fortísimas sanciones pecuniarias. ¡Ahí está la gran diferencia entre nuestro pensamiento y a veces nuestra forma de hacer las leyes, y el que realmente entiende lo que es la libertad del ser humano! Yo no creo en las limitaciones ni en las inhabilidades a priori. Nada se gana con ellas"<sup>28</sup>.

En estas intervenciones aparece un elemento nuevo, que me parece aporta el verdadero argumento por el que se prohibió el uso de información privilegiada. Se indica que el tratamiento de la información privilegiada comprende "las situaciones que se reseñan en el derecho comparado y que informan esta institución", que se está actuando "de acuerdo a la tendencia internacional" y que se quiere actuar como lo ha hecho Estados Unidos en esta materia.

Efectivamente, la prohibición del uso de información privilegiada nació en Estados Unidos como una respuesta a cierto tipo de fraudes. Veremos más adelante que los fundamentos de la prohibición en Estados Unidos tienen poco que ver con los esgrimidos en Chile. En el caso de la información privilegiada, se vio que un país con un fuerte mercado de valores como es Estados Unidos había prohibido, en ciertos casos, el uso de información privilegiada y se estimó que haciendo lo propio nuestro mercado de valores se fortalecería. Sin embargo, no se analizaron las razones por las cuales se llegó a la prohibición en Estados Unidos y los fundamentos en que ella descansa en ese país.

Tampoco se consideró que, en esa época, otros países con importantes mercados de valores, tales como Japón o Hong Kong no tenían leyes que prohibieran el uso de información privilegiada, o bien no las aplicaban.

Estados Unidos fue el primer país en dictar normas contra el uso de la información privilegiada<sup>29</sup>, poniéndose como un ejemplo para otros países que admiraban la solidez de su mercado de valores.

Sin embargo, la prohibición en Estados Unidos está principalmente basada en el fraude que pueda cometer un *insider*, entendiéndose que no hay fraude si el que usa la información privilegiada no tiene una obligación de revelarla para con el emisor de los valores o para con su contraparte. Aun más, el fundamento de la prohibición del uso de información privilegiada ha tenido grandes cambios a lo largo del tiempo. El fundamento ha tenido que acomodarse al resultado, en lo que la SEC ha tenido que luchar mano a mano con la Corte Suprema de ese país para tratar de imponer su postura, no siempre con éxito.

Me ha parecido necesario incluir una breve relación de la forma en que varió el fundamento de la prohibición de usar información confidencial en los Estados Unidos,

<sup>28</sup> Intervención Senador Andrés Zaldívar en la sesión 22ª del Senado, 11 de enero de 1994.

<sup>29</sup> BHATTACHARYA, Utpal y DAOUK, Hazem: "The World Price of Insider Trading", en *Journal of Finance*, vol. 57 (2002).

debido a que nuestra propia prohibición (y la de muchos otros países) está basada en el modelo de Estados Unidos.

## EVOLUCIÓN DE LOS FUNDAMENTOS DE LA REGULACIÓN EN ESTADOS UNIDOS<sup>30</sup>

El uso de información privilegiada nació en Estados Unidos como una forma de prohibir actos fraudulentos cometidos en el mercado de valores por directores o gerentes de una compañía, los llamados *insiders*, en perjuicio de los accionistas de esta. Es decir, su fundamento fue el fraude.

Los tribunales consideraron que si un *insider* tenía información confidencial, no podía emplearla en transacciones con accionistas de su compañía sin revelarla, debido al deber de fidelidad que les debe a la sociedad y, por ende, a los accionistas<sup>31</sup>.

### LEYES ESTATALES

Antes de 1900, primaba en Estados Unidos la doctrina de que si bien los directores y gerentes de una compañía son agentes de confianza de los accionistas, para con quienes tienen un deber de fidelidad, dicha relación no se extendía a las transacciones privadas que aquellos celebraran con los accionistas de la compañía, aunque en estas transacciones se aprovecharan de conocimientos adquiridos en sus cargos.

Esta primera postura frente al tema de la información privilegiada admitía como excepción las conductas directamente fraudulentas, por ejemplo, un director que dolosamente mentía a un accionista acerca de la situación de la empresa para comprar las acciones de este a un precio más ventajoso.

El primer esbozo por cambiar esta regla, como una segunda postura, apareció en 1903 en el caso *Oliver v. Oliver*<sup>32</sup> en el que la Corte Suprema del estado de Georgia estableció que los directores que obtienen información de la compañía en virtud de sus cargos, tienen dicha información en comisión de confianza (*in trust*) para los accionistas, por lo que deben revelar toda información relevante a los accionistas antes de celebrar alguna transacción con ellos.

La tercera postura fue la establecida en el caso *Strong v. Repide*<sup>33</sup>, que confirmó la doctrina de que los directores no tienen un deber de fidelidad para con los accionistas en las transacciones privadas que con ellos celebren, pero admitiendo la posibilidad de

<sup>30</sup> Para escribir esta parte he seguido, principalmente, a BAINBRIDGE, Stephen M., *Securities Law, Insider Trading* (Foundation Press, 1999); HAMILTON, Robert, *Corporations Including Partnerships and Limited Liability Companies* (American Casebooks Series, West Group, sexta edición); y mis apuntes de las clases del profesor Jonathan Macey.

<sup>31</sup> Genéricamente hablando, la jurisprudencia en Estados Unidos estableció que los gerentes y directores de una compañía tienen un deber de fidelidad (*duty of loyalty*) en favor de esta, lo que significa que deben poner los intereses de la compañía por encima de sus ganancias personales.

<sup>32</sup> 45 S. E. 232 (Ga. 1903).

<sup>33</sup> 213 U. S. 419 (1909).



que en caso de concurrir ciertas circunstancias especiales, la transacción podía admitir revisión por parte de la justicia.

Las dos últimas posturas, la de la obligación de revelar y la de las circunstancias especiales estaban basadas en la premisa de que los directores y gerentes tienen un deber de fidelidad hacia los accionistas, lo que puede explicar una prohibición a transar con dichos accionistas, pero difícilmente una prohibición a, por ejemplo, vender acciones a terceros.

Consecuentemente, los tribunales aplicaron estas doctrinas exclusivamente en conflictos resultantes de transacciones celebradas personalmente entre accionistas e *insiders*, pero no en transacciones llevadas a cabo en bolsas de valores, en las que las partes no se conocen.

Los distintos estados de Estados Unidos fueron adoptando las reglas de la obligación de revelar y de las circunstancias especiales. Algunos estados mantuvieron (y mantienen hasta el día de hoy) la doctrina de que no es obligatorio revelar la información.

Las leyes de los diferentes estados respecto a información privilegiada fueron superadas por las leyes federales de mercado de valores, especialmente con la dictación de la *Securities Exchange Act* de 1934. Todavía algunos casos pueden "caer a través de las grietas federales y ser resueltas a través del derecho de los estados"<sup>34</sup>, aunque que rara vez sucede<sup>35</sup>.

## LEYES FEDERALES

Estados Unidos tiene un sistema legal basado en el "*common law*" o "*case law*", es decir, en el que las decisiones de los tribunales superiores de justicia sientan un precedente obligatorio para otras causas similares. Sin embargo, las reglas emitidas por el Poder Legislativo priman por sobre las decisiones de la corte, por lo que el derecho jurisprudencial puede ser modificado por la vía legislativa, lo que es de común ocurrencia<sup>36</sup>. Es lo que sucedió en la regulación de la información privilegiada.

La principal de las leyes que regularon las transacciones con información privilegiada fue la *Securities Exchange Act* dictada en 1934, junto con otras normas del llamado "*New Deal*", como consecuencia de la depresión de los años 1930.

La *Securities Exchange Act* no prohibía expresamente las transacciones con información privilegiada, sino que daba una regla general en contra del fraude con valores.

El Artículo 10 (b) de la *Securities Exchange Act* estableció que es ilegal para cualquier persona, actuando a través de una bolsa nacional de valores, utilizar cualquier estratagema en forma engañosa o manipuladora en relación con la compra o venta de cualquier valor registrado o no en una bolsa de valores, en contravención con las normas de interés público o para la protección de los inversionistas que dicte la *Securities and Exchange Commission* (en adelante, la "SEC").

<sup>34</sup> BAINBRIDGE: (n. 30), p. 15.

<sup>35</sup> STEINBERG, Marc I., *Insider Trading - A Comparative Perspective*. Seminario FMI, "Current Developments in Monetary and Financial Law", 2002.

<sup>36</sup> Ver FARNSWORTH, E. Allan, *An Introduction to the Legal System of the United States* (Oceana Publications, London, New York, 1996, tercera edición) pp. 47, 73 y ss.

Como se puede apreciar, lo que hace este artículo es abrir una puerta para que la SEC dicte normas de interés público o para la protección de los consumidores, pero no declara nada realmente "ilegal". Del mismo modo, no se habla de *insider* o de "información privilegiada". El Congreso de los Estados Unidos no pretendió prohibir el uso de información privilegiada, como la entendemos hoy, sino que dejó abierta una puerta para que la SEC regulara otras conductas que no hubieran sido recogidas en la *Securities Exchange Act*.<sup>37</sup>

Sin perjuicio de lo anterior, en las discusiones legislativas de la *Securities Exchange Act*, se menciona, una sola vez, que dentro de estas conductas que la SEC debía regular estaba la información privilegiada. En concreto, se hablaba de la "traición flagrante de sus deberes de fidelidad por los directores y gerentes de sociedades anónimas que utilizan sus cargos de confianza y la información confidencial que reciben en esos cargos como auxilio en sus transacciones de mercado"<sup>38</sup>.

Nuevamente, el fundamento para regular la información privilegiada estaría en el deber de fidelidad de los *insiders* a su compañía.

## REGULACIÓN ADMINISTRATIVA: LA REGLA 10B-5

Un paso adicional en la definición de la prohibición a transacciones con información privilegiada se dio con la dictación en 1942 de la Regla 10b-5 por parte de la SEC, que se ha constituido en la piedra angular de la prohibición a usar información privilegiada. La regla establece:

"Será ilegal que cualquier persona, directa o indirectamente, mediante el uso de cualquier medio o instrumentalización del comercio interestatal, o del correo, o de las instalaciones de cualquier bolsa nacional de valores:

- (a) Emplee cualquier estrategia, maquinación o artificio para defraudar;
- (b) Haga cualquier declaración falsa de un hecho relevante u omita cualquier hecho de importancia necesaria para asegurar que las declaraciones hechas no fueran engañosas, a la luz de las circunstancias en que fueran hechas; o
- (c) Realice cualquier acto, práctica o curso de negocio que constituya o que pudiera constituir un fraude o engaño en contra de cualquier persona, en relación con la compra o venta de cualquier valor".

La Regla 10b-5, como se aprecia, busca sancionar fraudes mediante el uso de valores. Sanciona tanto las declaraciones falsas como las omisiones en revelar información relevante.

<sup>37</sup> BAINBRIDGE: (n. 30), p. 25.

<sup>38</sup> *Stock Exchange Regulation: Hearing on H. R. 7852 and H. R. 8720 Before the House Comm. On Interstate and Foreign Commerce, 73d Cong., 2d Sess. 115 (1934)*. Citado por Bainbridge.

## PRIMEROS FALLOS JUDICIALES, PRIMERAS APROXIMACIONES: TEXAS GULF SULPHUR

El alcance del Artículo 10 (b) de la *Securities Exchange Act* debió ser fijado por la jurisprudencia. El primer caso que abordó directamente el tema y que marcó el inicio de la discusión jurisprudencial acerca de información privilegiada fue el llamado *Texas Gulf Sulphur*<sup>39</sup>.

Este caso se refiere a las compras de acciones de la empresa *Texas Gulf Sulphur Co.*, que hicieron ciertos *insiders* de la compañía, basados en la información que poseían acerca de que esta había descubierto ciertos yacimientos mineros. Adicionalmente, algunos *insiders* le dieron el dato a terceros y otros *insiders* aceptaron opciones sobre acciones de la compañía, autorizadas por el directorio, sin informar a este de los descubrimientos de mineral.

La SEC presentó una demanda basada en el artículo 10b-5, la sentencia la dictó la Corte de Apelaciones (*Court of Appeals*) del *Second Circuit*. La Corte Suprema de los Estados Unidos rehusó revisar el caso<sup>40</sup>.

La Corte de Apelaciones sostuvo en 1968 que un *insider* que cuenta con información relevante que no ha sido hecha pública, debe revelar dicha información o abstenerse de transar. Aquí nace la regla llamada "*disclose or abstain*" (o revelar o abstenerse).

Concretamente, la sentencia estableció que *Texas Gulf Sulphur* no estaba obligada a hacer pública la información para evitar que sus competidores compraran los derechos sobre los yacimientos mineros y mantener bajo el precio que los dueños de los terrenos cobrarían por ellos. Debido a que la compañía no tenía una obligación de revelar la información, el deber de fidelidad de los *insiders* dictaba que estos no podían revelarla para obtener una utilidad personal.

Uno de los fundamentos en el que la sentencia basó la regla de revelar o abstenerse fue la igualdad en el acceso a la información. En conformidad con la sentencia, el objetivo de la prohibición federal de usar información privilegiada era asegurar que "todos los inversionistas que actúen en mercados impersonales tengan acceso relativamente igualitario a información relevante". Sin embargo, veremos que la idea de basar la prohibición de usar información privilegiada en la igualdad fue descartada de plano por la Corte Suprema.

El caso *Texas Gulf Sulphur* abrió, además, la puerta para considerar que la prohibición se aplicaba no solamente a los *insiders*, sino que a "cualquiera que estuviera en posesión de información interna relevante". Incluso más, se señala que la prohibición afecta a cualquiera que tenga acceso directa o indirectamente a información confidencial si tiene conocimiento de que dicha información no está a disposición del público inversionista<sup>41</sup>.

<sup>39</sup> SEC v. *Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2. d 833 (2d Cir. 1968).

<sup>40</sup> La Corte Suprema de los Estados Unidos de América acepta revisar, discrecionalmente, solo aquellos casos de especial relevancia.

<sup>41</sup> Nótese la contradicción del fallo: A pesar de basarse en el igualitario acceso a la información, la prohibición solo se aplica si la persona sabe que está contratando con información privilegiada.

## LA SITUACIÓN ACTUAL: CHIARELLA, DIRKS Y O'HAGAN

La regla omnicomprendensiva dictada en *Texas Gulf Sulphur* fue sustancialmente restringida por dos sentencias de la Corte Suprema de los Estados Unidos, *Chiarella v. United States*<sup>42</sup> y *Dirks v. SEC*<sup>43</sup>, lo que llevó a la SEC a plantear nuevas teorías que justificaran la prohibición a utilizar información privilegiada.

Chiarella y la reafirmación del deber de fidelidad. El caso Chiarella es uno de los casos más estudiados en relación con información privilegiada. Los hechos que motivaron el caso fueron los siguientes: Vincent Chiarella era un empleado de una imprenta especializada en el área financiera y que estaba trabajando en la preparación de los folletos y otros materiales impresos relativos a la adquisición de una sociedad mediante la compra de sus acciones en bolsa. A pesar de que la imprenta usaba ciertos códigos para evitar que los empleados accedieran a los nombres de las compañías en cuestión, el señor Chiarella logró descifrarlos y compró acciones de la compañía sobre la que se haría la oferta, antes de su anuncio, logrando utilidades. Se inició un juicio criminal en su contra por contravención al artículo 10b-5, siendo, aparentemente, la primera persona en contra de la cual se promovió una acción penal por este motivo<sup>44</sup>.

La sentencia de segunda instancia confirmó la condena del señor Chiarella, aplicando la regla "revelar o abstenerse" basada en el principio de igualdad en el acceso a la información.

Recordemos que Vincent Chiarella no era un director o empleado de la compañía cuyas acciones compró, por lo que no tenía un deber de fidelidad hacia esta o sus accionistas. Como lo dice Bainbridge, "La condena de Chiarella demostró cuánto se había alejado la prohibición federal de usar información privilegiada de sus precedentes en el *common law* estatal. [...] El solo hecho de que una parte tuviera más información que la otra no era fundamento para anular una transacción o imponer indemnizaciones. Sin embargo, esta fue la única razón por la que la [Corte de Apelaciones del] *Second Circuit* confirmó la condena de Chiarella"<sup>45</sup>.

La Corte Suprema de los Estados Unidos accedió a revisar el caso. Estimó que confirmar la doctrina de la Corte de Apelaciones implicaría reconocer que todos los participantes en transacciones de mercado tendrían un deber de abstenerse en caso de que estas tuvieran como base información confidencial relevante. La Corte Suprema consideró que la falta de igualdad financiera no constituía una actividad fraudulenta según el artículo 10(b), excepto en casos en que hubiera un deber de revelar la información, lo que no se daba en el caso de Vincent Chiarella, ya que este no había tenido una relación previa con los vendedores de las acciones. "De hecho, era un completo extraño que operó con los vendedores solo a través de transacciones de mercado impersonales".

<sup>42</sup> 445 U. S. 222 (1980).

<sup>43</sup> 463 U. S. 646 (1983).

<sup>44</sup> HAMILTON: (n. 30), p. 857.

<sup>45</sup> BAINBRIDGE: (n. 30), p. 51.

En consecuencia, se entendió que solo podría haber una violación al artículo 10b-5 cuando estuviéramos en presencia de un *insider*, alguien que tiene un deber de fidelidad para con la compañía.

Se entiende que ciertas personas, sin ser *insiders*, también tienen dicho deber de fidelidad por su relación con la compañía (como en el caso de abogados externos, auditores o asesores) o con un *insider* (como el caso de un siquiatra del *insider*). Esto se debe a que dichas ocupaciones, abogado, siquiatra, auditor, conllevan inherentemente un deber de fidelidad. Sin embargo, el mero parentesco no importa este deber, que no es inherente a una relación familiar. A título ejemplar, de no haber otra relación que haga presumir dicho deber, el marido de una *insider* puede utilizar para su provecho y revelar información privilegiada revelada por su cónyuge, incluso si esta se la ha revelado pidiéndole reserva, tal como lo falló en 1991 la Corte de Apelaciones del Segundo Circuito de los Estados Unidos, en el caso *United States v. Chestman*<sup>46</sup>.

Para completar este panorama, es necesario indicar que si bien la jurisprudencia es contradictoria al respecto<sup>47</sup>, para que haya una violación a la prohibición de usar información privilegiada, es necesario no solo que el *insider* haya tenido la información, sino que debe haber una relación causal entre la posesión de la información y su utilización. Por ejemplo, si el *insider* demuestra que iba a realizar una transacción en base a un plan de adquisiciones de acciones previo a la obtención de la información, entonces no hay violación aunque haya estado en posesión de información privilegiada al momento de hacer la operación.

Dirks, los *tippers* y los *tippees*. Bajo la nueva forma de ver la prohibición de usar información privilegiada que estableció el caso Chiarella, se falló el famoso caso *Dirks v. SEC*.

En resumen, los hechos de este caso consistieron en que Raymond Dirks, un analista de una corredora de bolsa, basado en un reclamo de Ronald Secrist, un ex ejecutivo de Equity Funding of America ("EFA"), investigó en detalle a dicha compañía y se entrevistó con empleados de EFA, para descubrir que la compañía estaba inmersa en un fraude de proporciones. Dirks discutió el resultado de sus investigaciones con varios clientes e inversionistas, algunos de los cuales vendieron sus acciones en EFA por montos sobre los US\$ 16 millones.

Dirks se había contactado con el diario *Wall Street Journal*, para que se publicara la noticia, pero el diario fue renuente a hacerlo, por no creer que tal fraude hubiera podido pasar inadvertido. Durante las dos semanas en que Dirks reveló su hallazgo con sus clientes, el precio de las acciones de EFA se desplomó. La SEC inició una investigación a EFA y solo entonces el *Wall Street Journal* publicó la noticia de la investigación de Dirks. Inmediatamente se nombró un interventor para EFA.

La SEC sancionó a Dirks, por considerar que había violado las prohibiciones federales referentes a *insider trading*.

<sup>46</sup> 947 F. 2d 551.

<sup>47</sup> Ver casos *SEC v. Adler*, 137 F. 3d 1325 (11th Cir. 1998) y *United States v. Teicher*, 987 F. 2d 112 (2d Cir. 1993).

Chiarella junto con Dirks son los casos emblemáticos respecto a la responsabilidad que le cabe a personas que utilizan la información privilegiada referente a una compañía, sin pertenecer a esta. Es decir, el llamado *tippee*.

La postura de la SEC en su acusación en el caso Dirks fue que "si un *tippee*, sin importar su cargo o motivación, tomaba conocimiento de 'información relevante que sabía que es confidencial y que sabía o debió saber que provenía de un *insider*,' debía revelar públicamente dicha información o abstenerse realizar transacciones"<sup>48</sup>.

La Corte Suprema de los Estados Unidos de América reafirmó la doctrina sentada en el caso Chiarella: no puede haber un deber de revelar la información si la persona que ha utilizado la información privilegiada en sus transacciones no es un agente de la compañía, no le debe fidelidad, o no es una persona en la que los vendedores de las acciones hayan puesto su confianza. La sentencia expresamente señala que el "deber [de revelar] proviene de una relación específica entre partes".

Como novedad, la Corte resolvió el tema del origen de la responsabilidad del *tippee*. Reafirmó que el deber de revelar la información privilegiada proviene de una relación específica entre partes. Si el *tippee* toma conocimiento de la información a sabiendas de que el que se la proporciona ("*tipper*") está violando el deber que tiene para con la compañía, entonces las transacciones del *tippee* usando dicha información están prohibidas, de la misma manera que lo estarían si el *tippee* las realizara en representación del *tipper*. Es decir, la responsabilidad de un *tippee* deriva de la del que le da el dato. "Por lo tanto, algunos *tippees* deben asumir el deber que tiene el *insider* respecto de los accionistas, no porque haya recibido información privilegiada, sino porque la han recibido en forma incorrecta".

Como conclusión, el caso Dirks estableció que el *tippee* es responsable por el uso de información privilegiada solo cuando el *tipper* violó un deber de fidelidad al entregar la información al *tippee* y este sabía acerca de dicha violación.

El caso Dirks estableció además que, en este caso, la violación del deber de fidelidad consistía en que un *insider* se aprovechara de información que estaba disponible exclusivamente para usos de la compañía. Se entiende que hay violación del deber de fidelidad cuando el que revela la información obtiene alguna ganancia personal, por lo que un mero descuido o negligencia no constituye tal violación<sup>49</sup>. Aun más, la Corte Suprema expresamente señaló en el caso Switzer que el Artículo 10b-5 no prohíbe transar usando información privilegiada que ha sido revelada inadvertidamente por un *insider*.

Este es un paso importante en la evolución del concepto de la información privilegiada en Estados Unidos. Se sigue pensando su uso basado en el fraude, pero se entiende que hay fraude, ya no en la transacción misma, sino en que el *insider* se aprovechara de la información en forma indebida.

O'Hagan y la teoría de apropiación indebida. El voto de minoría del juez de la Corte Suprema Burger en el caso *Chiarella v. United States* esbozó una nueva teoría para

<sup>48</sup> Citado en la sentencia.

<sup>49</sup> Según lo establecido en *SEC v. Switzer*, 590 F. Supp 756 (W. D. Okla. 1984), y en el mismo *Dirks v. SEC*.

fundamentar la prohibición en el uso de información privilegiada. Según el voto del juez Burger, una persona que se ha apropiado indebidamente de información que no ha sido hecha pública tiene un deber absoluto de revelar dicha información o abstenerse de utilizarla en transacciones.

Esta teoría, llamada de la apropiación indebida, fue primeramente recogida por la Corte Suprema en el caso *Carpenter v. United States*<sup>50</sup> en 1987. Allí la Corte estimó que el demandado había violado las leyes de fraude de correos y de cable ya que en virtud de dichas leyes está prohibido hacerse de información comercial confidencial mediante trucos, engaños o artimañas. Sin embargo, la Corte no logró resolver (hubo un empate) si había habido fraude según el artículo 10b-5.

La SEC trató de extender la prohibición del uso de información privilegiada mediante la aplicación de la teoría de la apropiación indebida, ya que permitía sancionar a personas que no tenían un deber de fidelidad hacia los vendedores de las acciones.

Sin embargo, en 1997 la Corte de Apelaciones Federal del Octavo Circuito rechazó la teoría de la apropiación indebida en el caso *United States v. O'Hagan*<sup>51</sup>.

Los hechos en el caso O'Hagan, según constan en la sentencia, fueron así: el demandado, James Herman O'Hagan era socio de Dorsey & Withney, una oficina de abogados en Minneapolis. Grand Metropolitan PLC contrató a la firma de abogados para que la asesorara en la adquisición de la empresa Pillsbury Company mediante una oferta de compra de acciones. O'Hagan no participó como abogado en este proyecto, pero supo de él y adquirió cantidades importantes de acciones y de opciones sobre acciones Pillsbury. La SEC inició una investigación y obtuvo que O'Hagan fuera condenado en primera instancia, según el artículo 10b-5, por usar información confidencial apropiada indebidamente. La Corte de Apelaciones revocó la condena.

Según la Corte de Apelaciones, hay fraude en el uso de información privilegiada solo si hay un deber de fidelidad y si la violación a este deber se hace "en relación con una transacción de valores"<sup>52</sup>. Según la Corte, el hecho de apropiarse indebidamente de la información no tiene necesariamente relación con una operación de valores, por lo que no es un fraude penado por la regla 10b-5. La compra de las acciones que viene después no obligaba a revelar la información, por no haber deber de fidelidad, por lo que tampoco habría habido fraude en esa transacción.

La Corte Suprema de los Estados Unidos aceptó revisar el caso para hacerse cargo de esta nebulosa que había aparecido en el camino de la prohibición, en una sentencia que fue esperada con ansia por los participantes del mercado de capitales<sup>53</sup>.

<sup>50</sup> 484 U. S. 19 (1987).

<sup>51</sup> 521 U. S. 642 (1997).

<sup>52</sup> Recordemos que la Regla 10b-5 declara ilegal realizar "cualquier acto, práctica o curso de negocio que constituya o que pudiera constituir un fraude o engaño en contra de cualquier persona, en relación con la compra o venta de cualquier valor".

<sup>53</sup> Linda Greenhouse escribió para el *New York Times*, el 17 de enero de 1997: "Presionada por el Gobierno Federal para que cierre un gran vacío en la persecución del uso de información privilegiada, la Corte Suprema accedió hoy a revisar una sentencia de un tribunal menor que establece un fuerte retroceso en la concepción que tiene la SEC de la información privilegiada. Probablemente el caso provocará una de las sentencias más importantes de la Corte Suprema sobre un tema de derecho de valores en los últimos años".

La Corte Suprema acogió la teoría de apropiación indebida. Según el voto de mayoría el fraude está en el uso que hace un *insider* de información confidencial que pertenece a su compañía, sin revelarlo a esta, para obtener una ganancia personal. La Corte reconoció que el *insider* no tiene un deber de revelar la información a su contraparte y basó la prohibición en la violación del deber de fidelidad y confidencialidad que el *insider* tiene hacia su compañía.

### INSIDER TRADING EN ESTADOS UNIDOS HOY

De la descripción sobre la evolución que han tenido los fundamentos para prohibir el *insider trading* en Estados Unidos, podemos concluir que aún hay varios temas pendientes al respecto, que demuestran que el fundamento en que hoy se basa, es decir, el fraude al momento de la apropiación de la información, deja abiertos varios temas.

Por ejemplo, si el *insider* revela a la compañía que planea utilizar la información confidencial, entonces no habría un esquema de engaño hacia la compañía y por lo tanto no habría una violación al Artículo 10(b).

Además, no queda claro que el artículo 10b-5 sea aplicable a transacciones en otro tipo de valores, tales como bonos. Los bonos no son otra cosa que títulos de una deuda que el emisor contrae con los tenedores de bonos. Sin embargo, en Estados Unidos se entiende que ni el emisor ni sus directores o gerentes tienen un deber de fidelidad para con sus acreedores o contrapartes en contratos, sin perjuicio de la obligación de cumplir los contratos de buena fe<sup>54</sup>.

No ha habido casos claros en que se hayan aplicado sanciones por usar información privilegiada en el mercado de bonos<sup>55</sup>, pero siguiendo la doctrina del deber de fidelidad, estos casos estarían excluidos de la prohibición.

Finalmente, la prohibición del *insider trading* en Estados Unidos ha ido cambiando en el tiempo, especialmente en cuanto a los fundamentos en que se basa. En un inicio se prohibió por el deber de fidelidad que tenía el *insider* para con sus accionistas, luego por la desigualdad de la transacción, luego de otras teorías, hoy la prohibición se apoya en el fraude del *insider* al apropiarse de la información, vulnerando el deber de fidelidad que tiene con la compañía. Aparentemente, lo que se busca es prohibir primero y fundamentar después.

### CONCLUSIONES

Las razones que se han dado en Chile para prohibir el uso de la información privilegiada no son claras. Aparentemente, el principal motivo para establecer la prohibición fue imitar a las legislaciones de países "desarrollados".

<sup>54</sup> BAINBRIDGE: (n. 30), p. 91.

<sup>55</sup> Según Bainbridge, hay un solo caso pero correspondía a bonos convertibles en acciones, por lo que en realidad se trataba de títulos que de algún modo representaban acciones y, por ende, el deber de fidelidad estaba presente. BAINBRIDGE: (n. 30).



Efectivamente, en un momento determinado de su historia, Estados Unidos prohibió el uso de información privilegiada, como una forma de sancionar fraudes que pudieran cometer los *insiders* de una empresa en contra de sus accionistas. Posteriormente, esta prohibición se fue ampliando, pero siempre bajo el presupuesto de la existencia de algún tipo de fraude en relación con transacciones de valores. A contar de los años ochenta y, principalmente, de los noventa, muchos países siguieron el ejemplo estadounidense y adoptaron la prohibición. Chile no fue la excepción.

Como es habitual en estas materias, en Chile se optó por imitar la regulación extranjera, confiando en que al contar con normas similares a las de un país con un mercado de valores robusto se lograría dar mayor profundidad y liquidez al nuestro.

Sin embargo, en esa época, pocos países prohibían el uso de información privilegiada. Japón, con un mercado de valores de un tamaño similar al de Estados Unidos solo lo prohibió el año 1988. Alemania e Italia lo harían en 1991<sup>56</sup>.

Simplemente se constató que en Estados Unidos existía una prohibición en este respecto y se adoptó en Chile una parecida, sin discutir siquiera las razones que había para limitar de esa forma importantes derechos civiles. Aun más, tampoco se analizaron los fundamentos que la prohibición tenía en Estados Unidos los que, como se ha visto, no guardan relación con los esgrimidos en nuestro país.

En la discusión parlamentaria de las leyes que analizamos, se presentó como una verdad indiscutida que el uso de información privilegiada era dañino y se impuso la prohibición en base a argumentos vaporosos, como la fe pública y la transparencia, o falaces, como la asimetría en la información o el ejemplo mundial.

Es necesario sacudirse de los prejuicios que habitualmente existen en torno a la idea de la información privilegiada y verla desde otro punto de vista, concluyendo, por lo menos, que su uso no constituye una falta ética per se.

Si consideramos que la información privilegiada es un bien que pertenece a la empresa que la origina y que esta, en su calidad de titular de la información, es la única que puede utilizarla, entonces solo habría una falta ética en casos de apropiación ilegítima de dicha información por parte de terceros, lo que deberá ciertamente ser sancionado civil y penalmente, como cualquier apropiación indebida.

Es necesario abordar este tema desde un punto de vista más objetivo y menos sentimental, de manera de levantar la condena irracional e indiscriminada al uso de información privilegiada, para así reformular este tema desde un punto de vista económico, buscando un marco regulatorio que asegure el mayor beneficio posible al mayor número de personas, es decir, buscando la eficiencia.

---

Fecha de recepción: 25 de julio de 2004  
Fecha de aceptación: 7 de diciembre de 2004

---

---

<sup>56</sup> BHATTACHARYA Y DAOUK: (n. 29).