

INFORMACIÓN PRIVILEGIADA, FICHA ESTADÍSTICA CODIFICADA UNIFORME (FECU) Y DEBER DE ABSTENCIÓN: COMENTARIO A LA SENTENCIA DE LA CORTE SUPREMA EN EL CASO LAN

*Rafael Mery Nieto*¹

Resumen

La Corte Suprema, en su sentencia del 28 de noviembre de 2012, confirmó la sanción impuesta por la SVS a Juan José Cueto Plaza por “no observar el deber de abstención que pesa sobre quien tiene acceso a información privilegiada, consistente en no aceptar para sí o para terceros, directa o indirectamente, los valores sobre los cuales posee información privilegiada, transgrediendo lo dispuesto en la parte final del inciso 1° del artículo 165 de la Ley N° 18.045”. La decisión de la Corte Suprema viene a confirmar una interpretación de la SVS conforme a la cual, primero, los estados financieros de una compañía contenidos en la FECU, antes de ser entregados a la SVS, puede ser considerados información privilegiada en los términos del artículo 164 de la Ley 18.045 y, segundo, que el inciso 1° del artículo 165 de la misma Ley contempla un deber de abstención, como una figura infraccional autónoma que se configuraría cuando (a) cualquier persona, en razón de su cargo, posición, actividad o relación, tenga acceso a información privilegiada, y (b) adquiera para sí o para terceros, directa o indirectamente, los valores sobre los cuales posee dicha información.

Introducción

A las 10 de la mañana del 24 de julio de 2006 se dio comienzo a la sesión ordinaria del directorio de LAN Airlines S.A., la que se extendió hasta las 15:30 horas, después de aprobarse los estados financieros de la empresa al 30 de junio de ese año. Veintinueve minutos después de que se levantara la sesión, a las 15:59 horas, la sociedad Inversiones Santa Cecilia S.A., representada por Sebastián Piñera Echeñique, a esa fecha director de LAN Airlines S.A., y la So-

1 Profesor Facultad de Derecho y de Economía y Empresa Universidad Diego Portales.

ciudad Inversiones Mineras del Cantábrico S.A., representada por Juan José Cueto Plaza, también director de LAN Airlines S.A. a esa fecha, compraron 3.000.000 de acciones de LAN, la primera, y 250.000, la segunda, a un valor de \$3.280 cada una.

A las 16:40 horas del día siguiente, LAN Airlines S.A. envió los estados financieros a la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), bolsas de valores del país y mercado internacional, haciendo pública la referida información, la que, sin embargo, el mercado conoció recién al día siguiente por encontrarse cerrado a la hora de su remisión.

Al final de la jornada de ese día 26 de julio de 2006, la acción de LAN Airlines S.A. alcanzó los \$3.520, esto es, un 4,88% más de lo pagado por Inversiones Santa Cecilia S.A. e Inversiones Mineras del Cantábrico S.A.

Hasta ahí, todo iba bien. Sin embargo, el 10 de enero de 2007, mediante Oficio Reservado N° 004, la SVS formuló cargos al señor Cueto Plaza por “no observar el deber de abstención que pesa sobre quien tiene acceso a información privilegiada, consistente en no aceptar para sí o para terceros, directa o indirectamente, los valores sobre los cuales posea información privilegiada, transgrediendo lo dispuesto en la parte final del inciso 1° del artículo 165 de la Ley N° 18.045, que dispone que ‘cualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación tenga acceso a información privilegiada, deberá guardar estricta reserva y no podrá utilizarla en beneficio propio o ajeno, ni adquirir para sí o para terceros, directa o indirectamente, los valores sobre los cuales posea información privilegiada’”.² La SVS le aplicó una multa equivalente a 1.620 unidades de fomento mediante Resolución Exenta N° 307 de fecha 6 de julio de 2007.

Posteriormente, Juan José Cueto Plaza reclamó de la sanción ante la justicia ordinaria, y el Vigésimo Séptimo Juzgado Civil de Santiago, en la causa Rol N° 14.627-2007, rechazó dicha reclamación en su sentencia del 8 de enero de 2009, dándole la razón a la SVS. Frente a ello, el señor Cueto interpuso recurso de casación en la forma y apelación en contra de la referida sentencia de primera instancia, los que fueron rechazados por la ltma. Corte de Apelaciones de Santiago en su sentencia del 8 de marzo de 2010, confirmando la sentencia de primera instancia, aunque con un voto en contra del abogado integrante, señor Ángel Cruchaga Gandarillas. Finalmente, recurrió ante la Excma. Corte Suprema, interponiendo un recurso de casación en la forma y en el fondo contra la sentencia de segunda instancia. La Excma. Corte Suprema, en su sentencia de

2 Superintendencia de Valores y Seguros, Resolución Exenta N° 307 del 6 de julio de 2007, pp. 2-3. Disponible en http://www.svs.cl/documentos/res/res_2007_307.pdf [visitado el 12/03/2013].

28 de noviembre de 2012, rechazó el referido recurso, dejando firme la sanción impuesta al señor Cueto por parte de la SVS.

¿Podía Juan José Cueto Plaza, director de LAN Airlines S.A., después de haber tomado conocimiento del estado financiero de la compañía y antes de que fuera divulgado al mercado, comprar 250.000 acciones de esta? La Excm. Corte Suprema, siguiendo a la SVS y a los tribunales de instancia, sostuvo que no.

En las líneas que siguen, intentaremos revisar la referida sentencia de la Excm. Corte Suprema, presentando los hechos controvertidos, la decisión de la Corte y un análisis de la misma.

1. Los hechos controvertidos

Según se desprende de los cargos formulados por la SVS, los descargos hechos por Cueto y las alegaciones contenidas en las distintas instancias judiciales, los hechos controvertidos, relevantes para el análisis, son (a) el carácter privilegiado de la información contenida en los estados financieros de la compañía LAN Airlines S.A. y (b) las figuras infraccionales contenidas en el artículo 165 de la Ley 18.045 y, en particular, el llamado “deber de abstención”.

1.1. Carácter de privilegiada de la información contenida en los estados financieros de la compañía

El artículo 164 de la Ley 18.045 dispone que

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

También se entenderá por información privilegiada, la que se tiene de las operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores.

De la definición legal es posible desprender aquellos elementos o requisitos que permiten delimitar el concepto de información privilegiada en nuestro ordenamiento jurídico.

En primer lugar, la ley habla de “cualquier información”, con lo que, en principio, podemos sostener que toda información tiene la capacidad de lle-

gar a ser privilegiada en tanto información concreta. Sin embargo, la definición que nos ofrece el citado artículo 164 va más allá al señalar que se debe tratar de cualquier información referida a:

- a) Uno o varios emisores de valores;
- b) Los negocios de uno o varios emisores de valores; o
- c) Uno o varios valores emitidos por emisores de valores.

Segundo, debe tratarse de una información que no se haya divulgado al mercado, esto es, debe ser desconocida e inaccesible para el público en general. Es esta característica lo que lleva a utilizar los adjetivos “privilegiada”, “reservada” o “confidencial”, para referirse a la información que no ha sido divulgada públicamente (*unpublished information*) y que es de conocimiento de un grupo limitado de personas que debido a su posición privilegiada tienen acceso a la misma. A contrario sensu, la información es pública cuando se pone a disposición del mercado, es decir, desde el momento en que cualquiera puede acceder a ella (criterio de la accesibilidad). Así, lo fundamental es que la información sea puesta a disposición del público, siendo irrelevante el medio por el que se accede a esta, por lo que una información a la que se tiene libre acceso será ya una información pública dejando, de esa manera, de ser privilegiada.

En tercer lugar, la información debe ser trascendente, esto es, que su conocimiento, por la naturaleza de la misma, es capaz de influir en la cotización de los valores asociados al emisor. En efecto, la información debe incidir sustancialmente en el precio de las cotizaciones (*price sensitive information*), ya que de lo contrario no tendría el carácter de privilegiada.

Con todo, afirmar que una información es relevante para influir en el precio de los valores no es una cuestión sencilla, toda vez que ello suele ser producto de un conjunto de factores, por lo que resulta complejo distinguir entre la incidencia efectiva de una información privilegiada y otros factores.

La doctrina ofrece algunos criterios a partir de los cuales es posible determinar si una información concreta sobre valores o emisores es trascendente o idónea para incidir sustancialmente en el precio de las cotizaciones, distinguiéndose un análisis cualitativo de la información y la determinación del momento en el cual realizar la valoración de la misma.

Respecto a lo primero, esto es, al análisis cualitativo de la información, la doctrina ofrece dos criterios: (a) un criterio subjetivo, según el cual una información será relevante para las cotizaciones cuando a juicio de un “hombre

razonable” tales datos influirían sustancialmente en los precios de los títulos de valores, y (b) un criterio objetivo, donde lo determinante es la aptitud de la información para influir en las cotizaciones, atendiendo a la incidencia objetiva que tiene la información en las cotizaciones una vez que ha sido publicada.

En el contexto del artículo 164 de la Ley 18.045, la “capacidad de influir” debe ser apreciada –a nuestro juicio– en base a un criterio objetivo, siendo lo determinante la aptitud causal o la potencialidad de producir el resultado, sin que la materialización del mismo sea requisito para su configuración. Dicho en palabras de Roberto Guerrero, “no es preciso que la información produzca efectivamente una influencia en la cotización de los valores, pero si tiene la aptitud de poder hacerlo pasa a tener el carácter de información privilegiada, concurriendo los demás requisitos”.³

En este sentido lo ha entendido también nuestra jurisprudencia, al señalar que “para que exista información privilegiada no es requisito que esta efectivamente influya en el mercado, sino únicamente que tenga la capacidad para hacerlo, que posea la aptitud para ello”.⁴

En cuanto al momento en el que debe realizarse el juicio sobre la valoración de la información, todo indica que ello debe hacerse ex ante, cuestión que parece desprenderse del tenor de la ley cuando señala que la información, para ser calificada de privilegiada, debe ser “capaz de influir”, y no usa expresiones como “hubiera influido”, que denotarían la intención expresa de recurrir a un juicio ex post para determinar si la información era o no relevante para las cotizaciones.

En el caso en comento, la discusión se presentó precisamente sobre este último elemento, a saber, si la información reflejada en los estados financieros contenida en la Ficha Estadística Codificada Uniforme (FECU)⁵ era o no información privilegiada capaz de influir en la cotización de los valores de LAN Airlines S.A.

La posición de Juan José Cueto Plaza, en síntesis, sostuvo que los estados financieros no podían ser considerados, per se, información privilegiada con aptitud suficiente, en sí mismos, para afectar la cotización del valor, indepen-

3 Guerrero, Roberto, Informe en Derecho N°2, Adquisición de acciones sociales: Uso de información privilegiada, 2007. Disponible en <http://www.microjuris.cl>, MJDI52 [visitado el 02/04/2013].

4 Corte Suprema, Rol N° 3364-2006, sentencia de fecha 27 de julio de 2007, considerando 16.

5 La Ficha Estadística Codificada Uniforme o FECU es un informe a través del cual las sociedades anónimas dan a conocer sus estados financieros a la Superintendencia de Valores y Seguros, el que debe presentarse trimestralmente y debe incluir el Balance y el Estado de Resultados de la compañía.

diente de la información específica allí contenida. Ello en base a que la información contenida en los estados financieros de LAN Airlines S.A. solo venía a confirmar algo que el mercado conocía con anterioridad, las bajas utilidades obtenidas por la compañía en el segundo trimestre de 2006.

Lo sostenido por Cueto Plaza, según se desprende del relato hecho por el juez del Vigésimo Séptimo Juzgado Civil de Santiago en su sentencia, era que la Resolución de la SVS incurría en un grave error al definir información privilegiada “sobre la base de una construcción en abstracto”,

estimando equivocadamente como tal y per se a los estados financieros sin importar su contenido, incurriendo por ello en dos claros y graves errores jurídicos: primero, presumir de derecho, el carácter privilegiado de la información contenida en los estados financieros, conclusión para la que no estaba facultada por la ley, alterando con ello, de hecho, el peso de la prueba, postura que no fuera la misma cuando conociera y dictara, en otros casos de su competencia, las Resoluciones Exentas N° 581, 582 y 583 de 17 de octubre de 2005 donde, sin presumir de derecho el carácter privilegiado de la información contenida en determinados documentos, analizó su contenido, examen que si consideró “esencial” en esas oportunidades, concluyendo que ellos, así ponderados, no habían tenido la capacidad de influir en la cotización de las acciones de los agentes del mercado a que tales resoluciones se referían, lo que en el caso de este reclamo no hizo.

Una segunda equivocación de la SVS consiste en confundir el “contenido” con el “contenido”, esto es, la información que la ley califica de privilegiada con el instrumento en que esta supuestamente se contendría, tal es la definida en el artículo 164 de la LMV, consistente en hechos, datos o antecedentes específicos y concretos referidos a un emisor o valor y su concurrencia solo puede determinarse efectuando un análisis específico de esta, contrariamente a lo sostenido erróneamente por la SVS de que los estados financieros per se constituyen, sin otro análisis, información privilegiada después de aprobados por el directorio de la empresa.⁶

⁶ Vigésimo Séptimo Juzgado Civil de Santiago, Rol N° C-14627-2007, sentencia del 8 de enero de 2009, fojas 299 y 300.

La SVS, por su parte, señaló que los estados financieros y la información de la empresa que ellos contienen constituyen información privilegiada en los términos del artículo 164 de la Ley 18.045. Los estados financieros –sostuvo la SVS– “son por definición esenciales para la determinación y cuantificación de los instrumentos representativos de una compañía que se transa en Bolsa”,⁷ por lo cual, “sobre la base de una construcción en abstracto, una persona razonable que participa en el mercado de valores, le asigna relevancia y factor preponderante en sus decisiones de inversión”.⁸

Durante la tramitación del juicio se acompañaron tres informes en derecho que se hacen cargo de este punto. Por una parte, el informe emitido por Eduardo Palma Jara, quien argumentó que “la FECU no es per se una información privilegiada. La información contenida en la FECU puede ser privilegiada o no, dependiendo de las características de la misma. Los estados financieros materia de este informe no son constitutivos de información privilegiada pues no tienen las características jurídicas de tal, conforme lo puede apreciar un inversor medio”.⁹ Raúl Varela, en esa misma línea de argumentación, sostuvo que “la información contenida en la FECU de LAN no era apta para elevar ni bajar los precios de la acción en el mercado, cuestión que es de hecho, la información [...] no tenía carácter de privilegiada”.¹⁰

Roberto Guerrero, en cambio, sostuvo que “los estados financieros de una sociedad (la FECU), antes de ser entregados a la Superintendencia o divulgados al mercado, constituyen en los términos definidos en la LMV una información privilegiada”.¹¹

A nuestro juicio, los estados financieros de una sociedad, contenidos en la denominada FECU, per se, no son información privilegiada, toda vez que, entender lo contrario, implicaría dotar de dicho carácter a un tipo de información que el legislador no le ha dado tal. Si lo ha hecho, en cambio, en el inciso segundo del artículo 164 de la Ley 18.045, respecto de “las operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores”, que expresamente ha calificado como información privilegiada. Cual-

7 Superintendencia de Valores y Seguros, Resolución Exenta N° 307, op. cit., p. 6.

8 Ibid.

9 Palma J., Eduardo, Informe en Derecho N°1, Adquisición de acciones sociales: Uso de información privilegiada, 2007. Disponible en <http://www.microjuris.cl/MJD151> [visitado el 02/04/2013].

10 Varela, Raúl, Informe en Derecho N°2 ,Adquisición de acciones sociales: Uso de información privilegiada, 2007. Disponible en <http://www.microjuris.cl/MJD153> [visitado el 02/04/2013].

11 Guerrero, op. cit.

quier otra información, como es el caso de aquella contenida en los estados financieros de una sociedad, debe cumplir copulativamente con los requisitos contenidos en el inciso primero del referido artículo 164, antes señalados.

Así las cosas, lo que corresponde entonces es determinar si la información incluida en los estados financieros de una sociedad, contenidos en la FECU, satisface los requisitos exigidos por ley para ser calificada de privilegiada.

Primero, debe tratarse de una información referida a uno o varios emisores de valores, a sus negocios, o a uno o varios valores por ellos emitidos, cuestión que se satisface en el caso de los estados financieros y que, además, no fue algo discutido en el juicio seguido por Juan José Cueto Plaza en contra de la sanción que le impusiera la SVS.

Segundo, la información no debe haber sido divulgada al mercado, por lo que, para que los estados financieros contenidos en la FECU se consideren información privilegiada, no deben haber sido puestos en conocimiento del mercado. Dicho de otra manera, los estados financieros de una sociedad, contenidos en la FECU, “pueden o deben considerarse como información privilegiada cuando aún no han sido divulgados”.¹²

Por último, debemos determinar si los estados financieros contienen información cuyo conocimiento, por su naturaleza, sea capaz de influir en la cotización de los valores emitidos.

Los estados financieros reflejan la situación financiera de una sociedad e incluyen su balance, estado de resultados, estado de flujo de efectivo y el análisis razonado de los mismos. Es a partir de dicha información que es posible conocer la posición financiera y el desempeño económico de una sociedad. La FECU, por su parte, es la ficha a través de la cual las sociedades anónimas inscritas en el Registro de Valores informan a la SVS de sus estados financieros trimestrales y anuales.

Así, lo que interesa determinar, para efectos de calificar a la información contenida en los estados financieros de que da cuenta la FECU, previo a hacerse pública, consiste en su capacidad de influir en la cotización de los valores asociados al emisor. Dicho de otra manera, lo que interesa aquí es determinar si el acceso a la información de la FECU de una empresa, previo a hacerse esta pública, debe considerarse información privilegiada, conducente a negociaciones con ventaja respecto de los que no poseen acceso a la misma.

Desde un punto de vista teórico, es posible sostener que la información

¹² *Ibid.*

contenida en los estados financieros “tiene una potencialidad de influir, positiva o negativamente, en los precios de transacciones de valores”.¹³ Ello toda vez que la información contenida en la FECU ofrece una “fotografía” financiera de la sociedad, permitiendo que cualquier persona que realiza un análisis de la misma pueda formarse un juicio razonable sobre el estado de la sociedad y el precio de los valores emitidos por ella.

Lo anterior es coherente con el hecho de que el precio de las acciones varía de acuerdo a la información de que se disponga de las variables que lo determinan. Así, si las expectativas acerca de alguna de estas variables cambian, es razonable esperar que el precio de la acción también lo haga. Por lo tanto, de allí se sigue que, si un agente posee más información que el resto de los que participan en el mercado (v. gr. conoce los estados financieros de la sociedad), es esperable que pueda estimar de mejor manera el valor de la acción.

El legislador parece haber tenido esto en mente al momento de regular esta materia en la Ley 18.045, toda vez que el artículo 9 dispone que “la inscripción en el Registro de Valores obliga al emisor a divulgar en forma veraz, suficiente y oportuna toda información esencial respecto de sí mismo”, idea que vuelve a repetir el artículo 10. Como destaca María Fernanda Vásquez, “la FECU es concebida dentro de este contexto, de manera que es evidente que la información que en ella se contiene (estado financiero) era estimada, tanto por la entidad como por la SVS, como esencial, y, como tal, debe estimarse que era capaz de influir en la cotización de los valores emitidos”.¹⁴

Durante la discusión parlamentaria de la reforma a la legislación del mercado de capitales, el entonces Senador de la República Sebastián Piñera Echeñique señaló que “durante mucho tiempo hemos sabido que el día que se publica en la Superintendencia y en los diarios especializados la FECU (Ficha Estadística de Codificación Unificada), que es trimestral, cuando a una compañía le había ido bien en el trimestre anterior, sus acciones saltaban de valor ese mismo día. Todos quienes se encontraban dentro de tal empresa, obviamente, conocían de mucho antes dicha información, y por tanto, si la utilizaban y compraban acciones, quien vendió acciones de esa empresa sin contar con la misma información de quien compró no se encontraba, como es lógico, en igualdad de oportunidades”.¹⁵

13 Ibid.

14 Vásquez, María Fernanda, “Caso LAN y uso de información privilegiada: Un análisis de la correcta delimitación de las infracciones legales”, en *Revista Ius et Praxis*, año 16, 2, 2010, p. 471.

15 República de Chile, *Diario de Sesiones del Senado*, Legislatura 329ffi, Ordinaria, Sesión 17ffi, del 3 de agosto de 1994, p. 2400.

Ahora bien, otra forma de responder a la pregunta acerca de si los estados financieros contienen información cuyo conocimiento, por su naturaleza, es capaz de influir en la cotización de los valores emitidos, es recurrir a la evidencia empírica.

Elizabeth Vásquez, en su tesis *Retornos accionarios anormales alrededor de la fecha de publicación de los estados financieros por parte de la SVS*,¹⁶ y a propósito del caso objeto de este comentario, señala que es posible observar retornos anormales en el precio de las acciones en el mercado chileno alrededor de la fecha en que la SVS publica los estados financieros.

Para ello, estudia el período que va de marzo de 2002 a marzo de 2007, sobre la base de empresas IPSA,¹⁷ así como las transacciones de personas relacionadas a dichas empresas (*insiders*)¹⁸ durante ese tiempo. Los resultados indican que los estados financieros tienen capacidad para influir en el precio de los valores. En efecto, Elizabeth Vásquez concluye que “la frecuencia con que la FECU produce cambios de precio significativos en el mercado,[...] los cuatro tipos de estudios de evento realizados permiten establecer que esto ocurrió en promedio entre un 10% a un 13% de las ocasiones en que las empresas informaron sus estados financieros a la SVS”,¹⁹ mostrando en efecto retornos anormales y estadísticamente significativos. En sus palabras, lo anterior “hace posible afirmar que existen ocasiones en que la divulgación de los estados financieros impacta al mercado y la frecuencia con que esto ocurre puede ser interpretada como ajustes de las

16 Vásquez, Elizabeth, *Retornos accionarios anormales alrededor de la fecha de publicación de los estados financieros por parte de la SVS*, 2007. Disponible en http://www.tesis.uchile.cl/tesis/uchile/2008/vasquez_em/sources/vasquez_em.pdf [visitado el 05/04/2013].

17 Índice de Precio Selectivo de Acciones.

18 Los *insiders* son aquellas personas que tienen acceso a información sobre una compañía, ya sea porque no está disponible o es privada, que el resto de los participantes del mercado no posee. De allí que se use la expresión *insider trading* para referirse a las operaciones que realizan este tipo de personas. De acuerdo al artículo 166 de la Ley 18.045, son considerados *insiders* en nuestro mercado de valores los directores, gerentes, administradores y liquidadores del emisor o del inversionista institucional; o que se desempeñen en una sociedad que tenga la calidad de matriz o coligante controlador de la emisora de cuyos valores se trate, o del inversionista institucional en su caso; 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; los funcionarios públicos dependientes de las instituciones que fiscalicen a emisores de valores de oferta pública o a fondos autorizados por ley; y los cónyuges o parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad de los directores, gerentes, administradores y liquidadores del emisor o del inversionista institucional.

19 Vásquez, Elizabeth, op. cit.

expectativas con respecto a las proyecciones sobre los resultados de la empresa”.²⁰

En otra línea de investigación, Vanessa Ramírez y Guillermo Yáñez²¹ midieron el efecto informativo que tiene la FECU sobre el proceso de determinación de precios de las acciones. Para ello, analizaron las políticas de *blackout*²² de todas las empresas IGPA²³ listadas durante 2009 que registraron al menos una transacción de *insiders* en el período entre el 1 de junio de 2008 y el 31 de mayo de 2009. Los resultados mostraron que los *insiders* obtienen retornos anormales para las transacciones realizadas en un lapso de 10 días previos al inicio del período de *blackout*. El estudio de Ramírez y Yáñez prueba que los retornos acumulados de las acciones son negativos (positivos) antes de las compras (ventas) de los *insiders*, y positivos (negativos) después de dicha transacción. En sus palabras, “los *insiders* compran las acciones de sus empresas cuando la acción ha tenido un desempeño deficiente con respecto a lo que predice el mercado por un período sostenido de tiempo (30 días); luego de la transacción de compra, el desempeño de la acción mejora con respecto a lo esperado por el mercado. En forma contraria, antes de la transacción de venta del *insider*, la acción ha tenido normalmente un desempeño significativamente mayor a su nivel teórico; mientras que, luego de la venta, el rendimiento de la acción es menor al nivel teórico correspondiente”.²⁴

La evidencia,²⁵ entonces, refuerza la idea de que la información contenida en los estados financieros tiene la capacidad para influir en la cotización de los valores.

Aun más, las políticas que restringen las transacciones de las personas que tienen acceso a información privilegiada (*insiders*) en períodos cercanos a los anuncios de ganancias, *blackout*, dan cuenta del valor de la información

20 *Ibíd.*

21 Ramírez, Vanessa y Yáñez, Guillermo, “Información en los estados financieros y período de *blackout*: Evidencia para Chile”, en *Serie Documentos de Trabajo (SVS)*, 10, 2010.

22 El período de *blackout* es una política corporativa que establece una prohibición a los *insiders* para realizar transacciones de compraventa de acciones de la respectiva sociedad.

23 Índice General de Precios de Acciones

24 Ramírez y Yáñez, *op. cit.*, p. 28.

25 Para una evidencia comparada, ver Betzer, André y Theissen, Erik, “Insider Trading and Corporate Governance: The Case of Germany”, en *European Financial Management*, Vol. 15, 2, 2009, pp. 402-429; Ke, Bin, Huddarta, Steven y Petroni, Kathy, “What Insiders Know About Future Earnings and How They Use It: Evidence from Insider Trades”, en *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 35, 2003, pp. 315-346; Givoly, Dan y Palmon, Dan, “Insider Trading and the Exploitation of Inside Information: Some Empirical Evidence”, en *Journal of Business*, Vol. 58, 1, 1985, pp. 69-88; Elliott, John, Morse, Dale y Richardson, Gordon, “The Association between Insider Trading and Information Announcements”, en *Rand Journal of Economics*, Vol. 15, 4, 1984, pp. 521-536.

contenida en los estados financieros mientras no han sido divulgados. De lo contrario, la adopción de políticas de blackout no tendría justificación.

En efecto, la SVS, en su norma de carácter general N° 270 de fecha 31 de diciembre de 2009, establece las normas para la publicidad de políticas y procedimientos relativos al manejo y divulgación de información para el mercado, y hace referencia a los períodos de bloqueo o prohibición, que afectan a los directores, gerentes, administradores, ejecutivos principales y a las personas relacionadas a cualquiera de ellos, a fin de que no puedan realizar transacciones con valores emitidos por la sociedad.

Así entonces, somos de la opinión de que los estados financieros de una sociedad, contenidos en la FECU, antes de ser entregados a la SVS o divulgados al mercado, satisfacen también el tercer requisito, esto es, contienen información cuyo conocimiento, por su naturaleza, es capaz de influir en la cotización de los valores emitidos, y es posible sostener que estamos frente a información privilegiada.

Por tanto, los estados financieros de LAN Airlines S.A. al 30 de junio de 2006 y la información que ellos contenían, y que fueron aprobados en la sesión de directorio de 24 de julio de 2006, mientras no se había hecho públicos, era información privilegiada en los términos del artículo 164 de la Ley 18.045.

1.1. Figuras infraccionales contenidas en el artículo 165 de la Ley 18.045

El artículo 165 de la Ley 18.045 dispone que

Cualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación tenga acceso a información privilegiada, deberá guardar estricta reserva y no podrá 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 valo-

res 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 no relacionados a ellos, siempre que la orden y las condiciones específicas de la operación provengan 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.

Dicho artículo establece los deberes de conducta que pesan sobre quienes están en conocimiento de información privilegiada. Así, podemos señalar que los deberes y obligaciones que se imponen a quienes tienen acceso a la información privilegiada son las siguientes:

- a) Obligación de guardar estricta reserva sobre la información;
- b) Prohibición de utilizar la información en beneficio propio o ajeno;
- c) Prohibición de adquirir para sí o para terceros, directa o indirectamente, los valores sobre los cuales posean información privilegiada;
- d) Prohibición de valerse de la información 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;
- e) Obligación de abstenerse de comunicar la información a terceros;
- f) Prohibición de recomendar la adquisición o enajenación de los valores; y
- g) Obligación de velar para las obligaciones señaladas en las letras e) y f) no se trasgredan a través de subordinados o terceros de su confianza.

Ahora bien, como la sanción fue aplicada al señor Juan José Cueto Plaza por parte de la SVS en razón de no haber observado el deber de abstención que pesa sobre quien tiene acceso a información privilegiada, consistente en no adquirir para sí o para terceros, directa o indirectamente, los valores sobre los cuales posea esa información, transgrediendo –en opinión de la SVS– lo dispuesto en la parte final del inciso primero del artículo 165 antes citado, nuestra atención se pondrá únicamente en dicha prohibición, esto es, la indicada en la letra c).

La figura que establece la parte final del inciso final del referido artícu-

lo 165, constituye una infracción autónoma, cuyo sujeto activo es “cualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación tenga acceso a información privilegiada”, pesando sobre ellos el deber de abstenerse de “adquirir para sí o para terceros, directa o indirectamente, los valores sobre los cuales posea información privilegiada”.

Una primera cuestión que se ha discutido a propósito del caso en comento es si este “deber de abstención” se trataría de una infracción autónoma o, en cambio, de un tipo infraccional subordinado, toda vez que este existiría únicamente por alguna de las figuras al cual va referido, a saber, el deber de reserva y la prohibición de utilizar o valerse de la información privilegiada con que se cuenta para obtener beneficios propios o ajenos.

La fuente de la discusión vendría dada por el término “ni” que une la última parte del inciso primero del citado artículo 165. Ello toda vez que una posible forma de interpretar la norma es sostener que el legislador no quiso establecer una tipificación de una conducta infraccional autónoma, sino que la estableció ligada al uso de la información privilegiada. Dicho de otra manera, lo que el legislador vendría a sancionar es el uso de información privilegiada en el contexto de un proceso de compra de acciones, por lo que la adquisición de acciones y el uso de información privilegiada constituirían un solo tipo de conducta infraccional. Lo que hizo el legislador sería utilizar el término “ni” como un énfasis, en el sentido de que no se permite utilizar la información privilegiada “ni” siquiera al comprar acciones. Esta es la postura que trató de defender la parte de Cueto Plaza.

En palabras de María Fernanda Vásquez, “el uso de información privilegiada es la conducta genérica de esta infracción que plantea diversas acciones u omisiones particulares, como la adquisición de valores, esta última resulta ser la forma o manera en que la información es utilizada. En otras palabras, el uso es un término amplio que denota una generalidad, en cambio, la adquisición y la enajenación resultan ser acciones concretas particulares que se subsumen en la primera”.²⁶

Otra forma de interpretar la norma es sostener que se trataría de una figura infraccional autónoma, ya que el legislador, al utilizar la expresión “ni”, lo haría en su sentido natural y correcto, esto es, como una conjunción copulativa que une o coordina de manera aditiva dos o más componentes que denotan negación o prohibición en una misma oración. De esta for-

26 Vásquez, María F., op. cit., p. 474-475.

ma, la expresión “ni” debe ser entendida como equivalente a “y no”, lo que haría clara la intención del legislador de incluir una prohibición adicional: adquirir para sí o para terceros, directa o indirectamente, los valores sobre los cuales posea información privilegiada. Esta, a nuestro juicio, es la interpretación correcta.

Ahora bien, otra cuestión discutida es si se trata de un tipo objetivo, donde no será exigible un elemento volitivo del parte del sujeto activo, o bien se trataría de un tipo subjetivo que, para su configuración, requeriría que se acredite además la intención del sujeto de obtener beneficios, evitar pérdidas o utilizar la información privilegiada en beneficio propio o ajeno.

Quienes afirman que frente al deber de abstención estaríamos ante un tipo infraccional subjetivo, sostienen que es necesario prestar atención a la intencionalidad del infractor a fin de determinar si el uso de información privilegiada se hizo con un propósito o finalidad determinada. Específicamente, lo que corresponde acreditar es si el sujeto utilizó la información “en beneficio propio o ajeno” (art. 165 inciso primero) o lo hizo “para obtener beneficios o evitar pérdidas” (art. 165 inciso segundo).

Como ha sostenido Enrique Alcalde, “la exigencia que formula el legislador en relación con la finalidad u objetivo perseguido constituyen, desde un punto de vista jurídico, una forma o modalidad especial de ‘dolo’ con el cual debe actuar el sujeto respecto a quien se reprocha su incumplimiento del precepto. De esta manera, y guardando armonía con la doctrina de la responsabilidad subjetiva que sigue nuestro legislador en el orden normativo común o general, en la situación que estudiamos no habrá un ilícito sino en la medida que el infractor haya efectivamente perseguido un resultado prohibido”.²⁷

La SVS, en el caso en comento, siguió esta postura al hacerse cargo del elemento subjetivo a fin de configurar el tipo infraccional. En efecto, en el considerando N°14 de la Resolución Exenta N° 307, por medio de la cual aplica sanción de multa a Juan José Cueto Plaza, sostiene que “la culpabilidad en el infractor de un deber legal de abstención queda configurada por el hecho de realizar la conducta prohibida a sabiendas o debiendo saber que la ley se lo prohíbe, sin que sea necesario establecer que actuó con la intención expresa y determinada de ignorarla o infringirla. En consecuencia, el elemento de culpabilidad del infractor se establece en su falta de diligencia y cuidado al no

27 Alcalde, Enrique, “Uso de información privilegiada: Algunas consideraciones sobre el sentido y alcance de la prohibición en relación con su sujeto, objeto y sanción”, en *Revista Chilena de Derecho*, Vol. 27, 1, 2000, p. 21.

adoptar medidas de prudencia o precaución que pudieran evitar que incurra en la conducta prohibida”.²⁸

Con todo, a nuestro juicio, aquí estaríamos frente a un tipo infraccional objetivo, donde el elemento subjetivo o intencional sería irrelevante para la configuración de la infracción. Así, no sería necesaria la concurrencia de una finalidad objetiva en la adquisición para sí o para terceros, directa o indirectamente, de los valores sobre los cuales se posea información privilegiada. Bastaría, en efecto, que cualquier persona que, en razón de su cargo, posición, actividad o relación, tenga acceso a información privilegiada adquiera para sí o para terceros acciones, para que se diera la infracción.

Por lo tanto, el deber de abstención se configuraría –a nuestro juicio– cuando (a) cualquier persona, en razón de su cargo, posición, actividad o relación, tenga acceso a información privilegiada, y (b) adquiera para sí o para terceros, directa o indirectamente, los valores sobre los cuales posea dicha información.

Respecto a la primero, esto es, a la especial característica del sujeto activo, cabe señalar –siguiendo a Arturo Prado– que lo relevante es la expresión “en razón de”, la que “alude a una función o a un oficio desempeñado por determinados sujetos, lo que subraya que la conducta del insider viene determinada por la posición particularmente estrecha con el bien jurídico que se busca tutelar, esto es, la buena fe y la igualdad de oportunidades”.²⁹ Así, el deber de abstención pesaría sobre todos quienes por actividades de su trabajo tienen acceso a información privilegiada en razón del vínculo que los une con la sociedad emisora.

Lo relevante, entonces, sería el vínculo entre el sujeto activo y la sociedad emisora, en virtud del cual tiene acceso a la información privilegiada. Dicho vínculo debe ser entendido como “cualquier conexión o vinculación que una persona tenga en este caso con la información de que se trate en relación con la compañía de la cual tiene su origen la información”.³⁰

Con todo, el legislador fue más allá a efectos de completar el alcance de los sujetos pasivos de las obligaciones referidas a la información privilegiada, y enumeró, en el artículo 166 de la Ley 18.045, un conjunto de presunciones de acceso a la información privilegiada, las que, por una parte, presumen el

28 Superintendencia de Valores y Seguros, Resolución Exenta N° 307, op. cit., considerando 14.

29 Prado, Arturo, “Acerca del concepto de información privilegiada en el mercado de valores chileno: Su alcance, contenido y límites”, en *Revista Chilena de Derecho*, Vol. 30, 2., 2003, p. 262.

30 Guerrero, op. cit.

acceso de todos aquellos sujetos enumerados en el inciso primero del referido artículo y, por otra, “agrega la relación directa con la fuente como usuarios primarios, lo cual permite al insider estar en disposición a conocerla”.³¹

2. La decisión de la Corte Suprema

Como se adelantó, la Corte Suprema, en su sentencia del 28 de noviembre de 2012, rechazó el recurso de casación en el fondo deducido en contra de la sentencia de la Iltma. Corte de Apelaciones de Santiago de fecha 8 de marzo de 2010, con lo cual dejó firme la multa impuesta a Juan José Cueto Plaza por la SVS por infracción al deber de abstención conforme al artículo 165 de la Ley 18.045.

En su argumento, establece que el artículo 165 inciso primero de la Ley 18.045 “contempla la prohibición de adquirir valores sobre los cuales se posea información privilegiada y que la sanción aplicable a la infracción de esa prohibición es la contemplada en los artículos 28 y 29 del D.L. N° 3.538, en conformidad a lo establecido en el artículo 58 de la Ley N° 18.045 por no tener contemplada una sanción específica en esta ley”.³²

Para arribar a ello, señala primero que la parte final del inciso primero del artículo 165, cuando dispone que la persona que tenga acceso a la información privilegiada “no podrá utilizarla en beneficio propio o ajeno”, “ni adquirir para sí o para terceros, directa o indirectamente, los valores sobre los cuales posea información privilegiada”, “el término ‘ni’ no puede ser interpretado como énfasis, sino que como la adición de un término negativo a otro, ‘...y no podrá utilizarla en beneficio propio o ajeno ni adquirir’ o como un elemento análogo de una misma secuencia; como el legislador en el mismo inciso había expresado ‘y no’ incluyó la prohibición adicional de adquirir con la conjunción ‘ni’”.³³

En segundo lugar, recurre a la historia de la ley al señalar en su considerando noveno que “surge en forma clara que el inciso primero del artículo 165, en la primera oportunidad que fue sometido a discusión legislativa, incorporaba la prohibición de adquisición de acciones”.³⁴

Por último, haciéndose cargo de la alegación del recurrente, quién sostuvo que la Ley de Mercado de Valores solo sanciona la divulgación o utilización

³¹ Guerrero, op. cit., p. 264.

³² Corte Suprema, Rol N° 3054-2010, sentencia del 28 de noviembre de 2012, considerando 10.

³³ *Ibid.*, considerando 8.

³⁴ *Ibid.*, considerando 9.

de información, toda vez que el artículo 172 inciso 3° de la referida ley no contempla una sanción específica para la infracción del deber de abstención, la Corte concluye que

La infracción por la cual se le sanciona, carece de una sanción específica en el Título XXI de la Ley de Valores y en las demás disposiciones de este cuerpo legal, por lo que, por aplicación de lo dispuesto en el artículo 58 de este, cabe aplicar la sanción establecida en el artículo 28 de la Ley Orgánica de la Superintendencia de Valores y Seguros, que en lo pertinente dispone que las personas sujetas a la fiscalización o supervisión de la Superintendencia, que incurrieren en infracciones a las leyes, podrán ser objeto de la aplicación por esta, sin perjuicio de las establecidas específicamente en otros cuerpos legales o reglamentos de una o más de las siguientes sanciones: 1) censura; 2) multa a beneficio fiscal hasta por un monto global por persona equivalente a 15.000 unidades de fomento.³⁵

Sobre el carácter de privilegiada de la información, la Corte se pregunta si “la FECU al 30 de junio de 2006, aprobada por el Directorio de LAN Airlines S.A. en sesión de 24 de julio del mismo año en que se acuerda además el reparto de un dividendo, constituye una información que tenga la aptitud de influir en la cotización de las acciones de esa empresa, sin relación a la circunstancia si las mismas sufrieron o no una variación de su cotización en Bolsa”.³⁶ Y luego de fundamentar su posición echando mano al análisis normativo, la historia de la ley, la sentencia recurrida y alguna jurisprudencia de la misma Corte Suprema,³⁷ concluye que

...la información de los estados financieros trimestrales contenidos en la FECU, es una información concreta acerca de la situación financiera de la sociedad, su liquidez, el endeudamiento, resultados operacionales y no operacionales, utilidades y pérdidas antes de impuestos, rentabilidad, variaciones de capital, distribución de dividendos, que por su naturaleza tiene la aptitud para ejercer influencia sobre la decisión de un

35 *Ibíd.*, considerando 10.

36 *Ibíd.*, considerando 11.

37 Corte Suprema, Rol N° 3364-2006, ELESUR S.A. con SVS, sentencia del 26 de julio de 2007; y Corte Suprema, Rol N° 4930-2008, Pérez Zeballos, Ricardo con Maury Munita, Wilde E., sentencia del 10 de junio de 2009.

hombre juicioso en orden a efectuar o no una determinada inversión. La aprobación por parte del Directorio de LAN Airlines S.A. de los estados financieros trimestrales, le confiere el carácter de cierta a la información contenida en estos, incluyendo la distribución de los dividendos, oportunidad en la cual, y hasta su divulgación la convierte en información privilegiada conforme al concepto de esta contenido en el artículo 164 de la Ley de Valores.³⁸

Así, luego de un análisis acabado de las cuestiones controvertidas, desestima el recurso de casación en el fondo deducido en contra de la sentencia de segunda instancia por no haber incurrido en los errores de derecho alegados por la parte de Cueto Plaza.

Conclusiones

En el verano de 1966, Paul Curtis, interesado en comprar un terreno en Lake Count, Orlando, Estados Unidos, tomó contacto con su propietario, Robert Chapman. Ambos eran destacados corredores de propiedades de la zona. Luego de algunas conversaciones, en agosto de ese año se cerró el trato y Curtis terminó pagando US \$ 47.500, lo que, de acuerdo a las condiciones de mercado de aquel entonces, representaba un precio equivalente a 1.5 veces el valor del terreno. Tanto Curtis como Chapman consideraban haber hecho un muy buen negocio.

La historia hubiera quedado hasta ahí, salvo por un detalle: Curtis poseía información, desconocida por Chapman y que no reveló a la hora de llevar adelante las negociaciones sobre la compra del terreno. En efecto, Curtis sabía que Walt Disney había considerado construir Disneyworld en la zona. Como es de suponer, el impacto de la decisión de Walt Disney en el valor de los inmuebles del lugar, incluido el que fue objeto de la operación, fue impresionante. Los precios se multiplicaron varias veces por la sola difusión de la noticia.

Chapman demandó a Curtis, ya que el silencio de este último lo había inducido a error. La Corte, sin embargo, estimó que no había nada deshonesto ni injusto en la conducta de Curtis y que las partes negociaron en igualdad de oportunidades, por lo que el contrato era perfectamente válido.³⁹

³⁸ Corte Suprema, Rol N° 3054-2010, op. cit., considerando 15.

³⁹ District Court of Appeal of Florida, L & N Grove v. Chapman 291 So. 2d 217, 1974.

Como han señalado Easterbrook y Fischel, “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”.⁴⁰

Con todo, el problema no surge cuando una de las partes posee más información que la otra, como en el caso de Curtis, sino cuando esa información es obtenida por medios ilegales, rompiendo la igualdad de oportunidades que está a la base de la competencia y del mercado.

Este es el caso de la información privilegiada y lo que está detrás de la sanción a Juan José Cueto Plaza.

Como se deja ver en las actas de la tramitación de la Ley 18.045 sobre Mercado de Valores, el Ministro de Hacienda de la época, Sergio de Castro, señaló:

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.⁴¹

Lo que está detrás de la protección de la información privilegiada y la sanción, en sus distintas formas, de su uso indebido, es precisamente la asimetría entre las partes (equidad), la confianza en el mercado de valores (amenaza a la fe pública) y la transparencia. Dicho en otras palabras, prohibir el uso de la información privilegiada busca fomentar el buen funcionamiento del mercado de valores de manera igualitaria, eficiente y competitiva.

⁴⁰ Easterbrook, Frank y Fischel, Daniel, *The Economic Structure of Corporate Law*, (Harvard University Press) 1998.

⁴¹ De Castro, Sergio, *Informe Técnico del Ministerio de Hacienda*, citado por Ried, José M., “Fundamentos de la prohibición del uso de la información privilegiada en Chile: Una visión crítica”, en *Revista Chilena de Derecho*, Vol. 31, 3, 2004, p. 446.

Por ello, parece correcta la decisión de la Corte Suprema al confirmar la sanción impuesta por la SVS a Juan José Cueto Plaza, la que hace suyo el objetivo que tuvo en mente el legislador de prohibir el uso de la información privilegiada al adquirir para sí o para terceros, directa o indirectamente, los valores sobre los cuales posea dicha información.

Lo anterior es independiente de la finalidad de quien tiene acceso a la información, ya que lo que se busca con una prohibición objetiva es garantizar la igualdad de oportunidades que está en la base de la competencia y el hecho de que las políticas públicas económicas deben ser ideadas teniendo presentes los hechos más usuales y no algunos excepcionales, porque, como recuerda George J. Stigler, el hecho que algunos conductores puedan manejar seguramente a 150 kilómetros por hora no es objeción a que establezcamos límites de velocidad.