



UNIVERSIDAD FINIS TERRAE
FACULTAD DE DERECHO
ESCUELA DE DERECHO

**LA REGULACIÓN DEL USO DE LA INFORMACIÓN
PRIVILEGIADA EN LOS MERCADOS DE CAPITALLES:
ANÁLISIS DE LEGISLACIÓN COMPARADA Y CASOS PRÁCTICOS.**

RONY ARIEL ZIMERMAN MANES

Memoria presentada a la Facultad de Derecho de la Universidad Finis Terrae para optar al
grado de Licenciado en Ciencias Jurídicas

Profesor Guía: Wildo Iván Moya Plaza

Santiago, Chile

2014

INDICE

INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO 1. LOS MERCADOS DE VALORES Y LA IMPORTANCIA DE LA TRANSPARENCIA	3
CAPÍTULO 2. LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA Y EL INSIDER TRADING: CONCEPTOS Y RELEVANCIA	
2.1 Conceptos	6
2.2.1 Conceptos doctrinarios	6
2.2.2 Estados Unidos	8
2.2.3 Francia	10
2.2.4 Unión Europea	11
2.2.5 Chile	12
CAPÍTULO 3. LA NECESIDAD DE LA REGULACIÓN DEL USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL MERCADO DE VALORES	
3.1 Protección de la fe pública	13
3.2 Igualdad de condiciones en el mercado	14
3.3 Derecho de propiedad	16
3.4 Lealtad contractual	17
CAPÍTULO 4. ARGUMENTACIÓN EN CONTRA DE LA NECESIDAD DE LA REGULACIÓN DEL USO DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA	
4.1 El Insider Trading contribuye a la eficiencia del mercado	18
4.2 El Insider Trading es una recompensa para los administradores y ejecutivos	19
4.3 Conclusión	20

CAPÍTULO 5. LA REGULACIÓN DEL USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL DERECHO COMPARADO	
5.1 Estados Unidos de América	21
5.1.1 Quien es un “insider”	21
5.1.2 Qué información es privilegiada	23
5.1.3 Castigo al Insider Trading	26
5.2 Francia	29
5.3 Unión Europea	30
CAPÍTULO 6. LA REGULACIÓN DEL USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN CHILE	
6.1 La Ley de Mercado de Valores	22
6.2 Tipos de información reguladas por la Ley de Mercado de Valores.	
La Información Esencial y la Información Reservada	33
6.3 Concepto y requisitos de la Información Privilegiada en la Ley de Mercado de Valores	35
CAPÍTULO 7. EL DIRECTOR DE SOCIEDAD ANÓNIMA. RESEÑA DE DEBERES Y RESPONSABILIDADES EN MATERIA DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA	
7.1 El gobierno de las sociedades anónimas en Chile	53
7.2 El Directorio	55
7.2.1 Obligaciones	56
7.2.2 Breve reseña del sistema de responsabilidad civil de la sociedad anónima	57
7.2.3 El deber de lealtad del Director de Sociedad Anónima y el interés social	58
7.2.4 El conflicto de interés entre la sociedad y sus directores	61
7.2.5 El deber de lealtad en relación con la información privilegiada	64
7.2.6 Naturaleza jurídica de la responsabilidad del Director de Sociedad Anónima	66
7.3 Requisitos de la responsabilidad civil de los directores de sociedad anónima por la infracción a los deberes y prohibiciones en	

materia de información privilegiada	67
7.3.1 Normativa general aplicable	67
7.3.2 Acciones de responsabilidad civil por uso de información privilegiada. Requisitos de procedencia	68
CAPÍTULO 8. PRIMER CASO ANALIZADO: BANCO DE CHILE	
8.1 Hechos que motivaron la aplicación de sanciones por uso de información privilegiada	72
8.2 Proceso de aplicación de sanciones seguido por la SVS en contra de los miembros del Pacto Controlador, por uso de información privilegiada	75
8.3 Procedimiento judicial de reclamación de multas seguido por los sancionados en contra de la Superintendencia de Valores y Seguros	75
8.3.1 Resumen de la sentencia de primera instancia	76
8.3.2 Circunstancias de hecho	76
8.3.3 Fundamentos de derecho	78
8.3.4 Parte considerativa y resolutive de la sentencia de primera instancia	82
8.4 Resumen de la sentencia de Segunda Instancia, dictada por la Iltma. Corte de Apelaciones de Santiago	84
8.5 Resumen de la sentencia de la Excma. Corte Suprema, que acoge recurso de casación en el fondo intentado por la SVS, dejando firme las multas aplicadas	84
8.6 El recurso de casación en el fondo de la Superintendencia de Valores y Seguros	85
8.6.1 Primer grupo de infracciones	85
8.6.2 Segundo grupo de infracciones	86
8.6.3 Tercer grupo de infracciones	87
8.6.4 Cuarto grupo de infracciones	87
8.6.5 Consideraciones de la Excma. Corte Suprema para acoger el recurso	87

8.7 Comentario final	90
8.7.1 En relación al reproche subjetivo que puede realizarse respecto de los sancionados en el supuesto uso de información privilegiada	90
8.7.2 La defensa del control	91
8.7.3 Respecto de si las intenciones de negocios pueden ser calificadas de información privilegiada	92
8.7.4 En relación a la incidencia de la información en el precio de los valores a los que se refiere	93
8.7.5 Respecto si los miembros del Pacto Controlador eran sujeto del deber de abstención conforme las normas de información privilegiada y de la supuesta necesidad de existencia de una relación fiduciaria	93
8.7.6 Respecto de la existencia de perjuicios de terceros	94
8.7.7 Conclusiones	95

CAPÍTULO 9. SEGUNDO CASO ANALIZADO: ENERSIS – ENDESA ESPAÑA

9.1 Hechos que motivaron la aplicación de sanciones por uso de información privilegiada	95
9.2 Proceso de aplicación de sanciones seguido por la SVS en contra de los miembros del Pacto Controlador, por uso de información privilegiada	98
9.3 Procedimiento judicial de reclamación de multas seguido por los sancionados en contra de la Superintendencia de Valores y Seguros	99
9.3.1 Resumen de la sentencia de primera instancia	100
a)- Exposición de la reclamación	100
b)- Exposición de la contestación de la Superintendencia de Valores y Seguros	115
c) Parte considerativa y resolutive de la sentencia de primera instancia	120

CAPÍTULO 10. TERCER CASO ANALIZADO: LAN CHILE

10.1 Hechos que motivaron la aplicación de sanciones por uso de información privilegiada	158
10.2 Proceso de aplicación de sanciones seguido por la SVS	159
10.3 Procedimiento judicial de reclamación de multas seguido por	

Juan José Cueto en contra de la Superintendencia de Valores y Seguros	160
10.3.1 Resumen de la sentencia de primera instancia	161
10.3.2 Exposición de la reclamación	161
10.3.3 Circunstancias de hecho	161
10.3.4 Fundamentos de derecho	161
10.4 Exposición de la contestación de la Superintendencia de Valores y Seguros	163
10.4.1 Aspectos generales	163
10.4.2 Refutaciones específicas	163
10.5 Parte considerativa y resolutive de la sentencia de primera instancia	163
10.5.1 Naturaleza e importancia de los Estados Financieros	164
10.5.2 Existencia de incumplimiento al deber de abstención y exigencia de elementos subjetivos para incurrir en el mismo	164
10.5.3 Rechazo de la reclamación	165
10.5.4 Comentario final	165
10.5.5 En relación al valor de los Estados Financieros	165
10.6 En relación al reproche subjetivo que puede realizarse respecto de los sancionados en el supuesto uso de información privilegiada	165
10.7 Opinión general	166
CAPÍTULO 11. CASO ADICIONAL: LA POLAR	
11.1 Antecedentes	167
11.2 Cargo por Uso de Información Privilegiada	168
11.3 Descargos de los Altos Ejecutivos	169
11.4 Resolución de la SVS	170
BIBLIOGRAFÍA	
	174

INTRODUCCIÓN

A comienzos de la década de los 80, el gobierno de Chile se propuso crear los medios y condiciones para que el mercado de capitales chileno se profundizara al nivel de los países desarrollados. Uno de estos medios fue la ley N° 18.045, sobre mercado de valores.

Ahora bien, el desarrollo y profundidad del Mercado de Capitales se ha alcanzado, lo que ha tenido como consecuencia que las normas contempladas en nuestro ordenamiento jurídico respecto de la materia se han aplicado ampliamente, tanto en materia convencional, como administrativa y judicial. Uno de los campos de mayor desarrollo en la materia es el relativo al uso indebido de información privilegiada por los actores del mercado. Esta aplicación ha tenido su campo más fecundo en materia sancionatoria – acciones de la Superintendencia de Valores y Seguros, en adelante “S.V.S.” - por sobre la materia indemnizatoria – acciones de particulares -. Por otro lado, se ha concentrado en el uso de información privilegiada por los Directores de Sociedad Anónimas cotizadas en el mercado, por lo que es respecto de ellos que se concentrará el análisis de esta memoria.

Por lo mismo, el tema de la información privilegiada, ha traspasado la frontera del análisis teórico y se ha trasladado al campo práctico, donde ha dejado de ser objeto sólo del estudio de especialistas (inversionistas, entes reguladores, economistas, etc), para pasar a ser parte del acervo jurídico general, siendo actualmente tratado y aplicado por los diversos operadores jurídicos, en especial jueces y abogados litigantes.

En razón de lo anterior, esto es, de la reciente aplicación práctica de las normas relativas a información privilegiada, no hay claridad jurídica acerca del verdadero sentido y alcance de las normas que regulan las prohibiciones relacionadas con ella.

Ello porque las sentencias recaídas sobre la materia, tanto de nuestros Tribunales superiores como inferiores de justicia, no son uniformes, por lo que es necesario analizarlas, con el objeto de determinar que teoría han acogido respecto de la materia.

Esta memoria precisamente pretende hacerse cargo de este aspecto. Para ello, y como necesario sustento al análisis práctico, se analizará primeramente los conceptos fundamentales en materia de información privilegiada y la legislación relevante, tanto

nacional como comparada. Por último, y como parte fundamental de este trabajo, se analizarán los casos más importantes sobre la materia, tanto en sede administrativa como judicial, relativos todos ellos a las obligaciones o deberes de fidelidad de los directores de sociedades anónimas.

CAPÍTULO 1. LOS MERCADOS DE VALORES Y LA IMPORTANCIA DE LA TRANSPARENCIA

Un mercado transparente, cualquiera que sea, crea una confianza en sus actores de que todas las transacciones que en él ejecuten o celebren lo hacen en relativa igualdad de condiciones con los demás actores del mismo.

Frente a esta igualdad, entran en un estado de convicción de que sus transacciones – en nuestro caso inversiones – tendrán éxito o fracaso de conformidad a los vaivenes del mercado y a sus propias capacidades de análisis del mismo, sin que exista el riesgo de éxito o fracaso debido a la existencia entre los actores de una asimetría de información respecto del mismo.

Ahora bien, con el objeto de lograr esta confianza en el mercado respectivo, es necesario que el propio mercado, o bien los entes reguladores, creen procedimientos, dicten normas jurídicas o establezcan prohibiciones relacionadas con la materia. Estos procedimientos y normas deben tener por objeto principal crear un mercado transparente que, una vez afinado, creará un sistema de igualdad entre los inversionistas, lo que transformará al mercado en eficiente y digno de la confianza de aquellos.

Sin perjuicio de lo dicho, lo más importante para lograr la confianza en el mercado es que las normas, procedimientos y prohibiciones creados al efecto sean cumplidos por los obligados a ellos y, que en caso de incumplimiento, los órganos o entes reguladores ejerzan las competencias y potestades que les contempla la ley.

Concluyendo, podemos resumir lo dicho en lo siguiente: todo mercado, para ser eficiente y tener participación de diversos agentes, requiere inspirar confianza en estos, en especial relativa a la igualdad de condiciones en que se operará en él. Esta confianza se logrará por medio de la regulación de mecanismos eficientes y, en su caso, coercitivos, destinados a lograr dicha igualdad. Por último, frente al quebrantamiento de dichos mecanismos, y para que los inversionistas puedan seguir confiando en él, es necesario un ente fiscalizar que ejerza sus competencias de conformidad lo establece la ley.

Ahora bien, y sin perjuicio de los objetivos anteriormente descritos, del análisis de la realidad se constata que todo mercado es necesariamente asimétrico respecto de la

información que manejan como propia o adquirida sus distintos partícipes. En efecto, no todos tienen la misma información, conocimiento y experiencia para el desarrollo del negocio que se trate. Así, un experto en el mercado inmobiliario conoce la posibilidad de construcción de inmuebles en altura en determinado sector poblacional, dato que puede ser ignorado por un simple comprador de un bien raíz con destino habitacional. En nuestro campo de análisis, los corredores de bolsa manejan necesariamente más y mejor información que la generalidad de los actores de su mercado relevante, sin perjuicio que ello no los hace poseedores de información privilegiada, tal como se señalará más adelante.

Esta asimetría, cuando proviene de las destrezas y conocimiento de quien posee mayor información, es generalmente tolerada por el derecho. Sin embargo, suele ser morigerada por normas constitucionales, legales o contractuales tendientes a que las partes de una convención o que los partícipes de un mercado manejen conceptos y elementos relevantes, de tal modo que los acuerdos comerciales sean lo más justos posibles.

Así, en los mercados de bienes y servicios destinados al uso y consumo, la información de uno u otro contratante está resguardada por conceptos como el del buen padre de familia, las acciones redhibitorias y las acciones de saneamiento, entre otros. Un ejemplo claro en la materia es el derecho de protección al consumidor, ya que el comerciante se encuentra obligado a dar al consumidor toda la información necesaria y relevante acerca de los productos que comercializa en virtud de su giro, so pena de ser sancionado administrativamente o de ser demandando por indemnización de perjuicios por el consumidor afectado.

En los mercados de inversiones, la diferencia en el acceso a la información se ha pretendido resguardar por medio de la aplicación y cumplimiento del principio de la transparencia en los mercados. Ello se ha buscado lograr por medio de medidas que buscan que todos los partícipes del mercado tengan igual acceso a la información – por ejemplo, la información por parte de las sociedades de los hechos esenciales -, y a través de medidas que prohíben que quienes natural o consecuencialmente tienen acceso a dicha información puedan usarla.

Ahora bien, precisamente porque en la realidad el acceso a la información es desigual entre los diversos agentes del mercado, es que ha sido necesario regularla. Y es connatural porque existen personas con posibilidad directa de acceder a la información,

personas cuyo oficio consiste en obtener y ofrecer dicha información y personas que simplemente no tienen dicha información.

Al efecto surge una pregunta, ¿en qué consiste el referido correcto funcionamiento del mercado? En que el mercado se desarrolle lo más profundamente, “*encaminado a tutelar eficientemente al inversionista y a la rentabilidad y liquidez de su inversión...de acuerdo con la idea de fomentar el funcionamiento del mercado de valores de manera igualitaria, eficiente y competitiva*”¹, objetivo que se pretende lograr por medio de una fuerte regulación de la organización empresarial, en especial de aquellas entidades que transan sus valores en el mercado respectivo.

En cuanto al Bien Jurídico que se pretende resguardar por medio del principio de la transparencia en los mercados y la consecuencial prohibición de uso de información privilegiada es el correcto funcionamiento del sistema financiero.

Atentarían en contra de dicho correcto funcionamiento, entre otras, las siguientes conductas:

1. Que algún inversionista o actor del mercado maneje información que sea capaz de influir en los precios de los valores, y la use a su favor, causando, consciente o no, desmedro a otro actor del mercado; y,
2. Que algún inversionista, por no contar con determinada información, no adopte decisiones libres y meditadas, pudiendo ser defraudado o estafado.

En esta memoria se analizará de forma somera pero precisa: (1) en que consiste el concepto de la información privilegiada; (2) El concepto de insider trading; y, (3) La regulación del uso indebido de información privilegiada.

Se analizará, por último, y como objeto principal de esta memoria, la Jurisprudencia chilena relativa a casos en que se han visto envueltos directores de sociedades anónimas en relación a valores emitidos por ellas. Ello porque la misma se centra en dos aspectos que hemos creído esenciales: (i) el deber de lealtad de los directores de Sociedad Anónima; y, (ii) y como nuestros Tribunales de Justicia han enfrentado una normativa que aún aparece oscura y desconocida.

¹ PRADO Puga, Arturo. Acerca del Concepto de Información Privilegiada en el Mercado de Valores Chileno: su Alcance, Contenido y Límite. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 30 (2): 237-269: 2013.

CAPÍTULO 2. LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA Y EL INSIDER TRADING: CONCEPTOS Y RELEVANCIA

2.1 Conceptos

2.2.1 Conceptos doctrinarios

Hemos creído necesario comenzar analizando la Información Privilegiada y el insider trading en abstracto, doctrinariamente, sin vincularla necesariamente a sistema o legislación alguna.

Respecto a la información privilegiada, dos son sus características principales: **(i)** que al hacerse pública hará subir o caer los precios de determinados valores; y, **(ii)** que aquél que la posea necesariamente estará en una posición mejorada respecto de aquél que no la tiene, sea porque éste experimentará una pérdida directa, o bien dejará de obtener una ganancia, todo ello con conocimiento e intención del que posee y usa la información privilegiada. O sea, quién posee y usa información privilegiada necesariamente no realiza una operación de especulación.

En razón de ello, se ha definido en doctrina a la Información Privilegiada como *“aquella información que presentado caracteres de relevancia y concreción, no ha sido divulgada aún al mercado, de manera que su conocimiento pertenece a un reducido número de individuos, que al acceder a ella, sea por sus funciones o relaciones dentro del mercado de valores, se sitúan en un nivel privilegiado al conocer hechos o antecedentes de importancia por su impacto en el evento que sean divulgados”*.²

Ahora bien, se ha definido el *Insider Trading* como *“la práctica de tratar, comprar, y vender títulos valores por alguien que posee información confidencial o no pública sobre estos, y que al hacerse pública determinará un alza o baja en los precios de los títulos valores tratados, de manera tal que el poseedor de dicha información, al vender y/o*

² NUÑEZ Plaza, Luisa. La Información Privilegiada en el Mercado de Valores. (Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales). Santiago, Chile, Escuela de Derecho, Universidad Adolfo Ibáñez, 1998.

*comprar, ha evadido una pérdida o bien ha obtenido un beneficio personal, no necesariamente económico, mediante la utilización de información no pública”.*³

Así, la información privilegiada es un objeto de conocimiento, esto es, algo que se posee en relación a un determinado valor. En cambio, el *insider trading* está relacionado con un hecho, que consiste en usar de forma efectiva y concreta la información privilegiada. Haciendo un análisis analógico, podríamos decir que la información privilegiada es como un arma, mientras que el *insider trading* consiste en hacer uso efectivo de dicha arma en contra de otra persona.

Ahora bien, y hecha está aclaración, creemos que el *Insider Trading* puede ser conceptualizado como toda aquella persona que, en razón de una especial relación con el emisor de valores, ha tomado conocimiento de determinados hechos y antecedentes que son capaces de alterar el precio de aquellos en el mercado, y que, luego de obtener dicho conocimiento y en razón de dicho conocimiento, decide celebrar una determinada operación financiera que potencialmente puede afectar los derechos de terceros. Como bien dice CAMPOS “*La infracción consiste en negociar en condiciones ilegítimamente ventajosas, que implican aprovecharse de conocimientos con los que está prohibido transar para disminuir las legítimas ganancias de la otra parte, o derechamente privarlo de ellas, aumentando desproporcionadamente las ganancias propias*”.⁴

Ahora bien, los elementos de nuestro concepto son: (i) el poseedor de información privilegiada necesariamente debe haberla obtenido en razón de una especial relación con el emisor. No basta conocer la información ni menos aún haberla inferido de determinados hechos integrantes del mercado; (ii) que dicha información sea relevante, esto es, capaz de influir en la cotización de los valores en el mercado; (iii) y que, luego de obtener dicho conocimiento y que en razón de dicho conocimiento, decide celebrar una determinada operación financiera que potencialmente puede afectar los derechos de terceros. O sea, el agente debe haber actuado en razón de dicha información y consciente del daño que la operación puede ocasionar a un tercero.

Visto esto, y teniendo en cuenta el concepto de *Insider Trading* que postulamos, y que será el guía de esta memoria, analizaremos someramente el concepto de información

³ FERNÁNDEZ Atela, Gonzalo. *Insider Trading: Evolución, Doctrina y Regulación en los E.E.U.U. de América.*, Revista de Derecho Bancario y Bursátil. (31): 1988.

⁴ CAMPOS Graziani, Rolando. *Insider Trading o Uso Indebido de Información Privilegiada.* Santiago, Chile, Ediciones Metropolitana, 2006.

privilegiada y, en su caso el de *insider trading*, en las legislaciones que hemos considerado en relación a esta materia las más importantes y desarrolladas del mundo.

2.2.2 Estados Unidos

Es Estados Unidos el país donde la Información Privilegiada y el *insider trading* han sido más ampliamente estudiados y aplicados. Por lo mismo, en el presente capítulo nos limitaremos a dar una aproximación a su concepto y sus elementos, desarrollando su tratamiento en el capítulo siguiente.

Ahora bien, la Información Privilegiada no se encuentra definido por el Derecho Federal Norteamericano, sino que emana de la regla 10b-5 de la Securities and Exchange Comisión (en adelante “SEC”), norma que establece que “*Es ilegal para cualquier persona, directa o indirectamente, bajo el uso de cualquiera forma de instrumentalidad de comercio interestatal, o de los correos, o de cualquier medio de intercambio de valores nacionales, (a) emplear cualquier artificio, acto o práctica para defraudar, (b) efectuar cualquiera afirmación falsa relativa a una información relevante o bien omitir determinados datos esenciales necesarios para la correcta comprensión de las afirmaciones efectuadas, (c) participar en cualquier acto, practica o negocio que opere u operaría como fraude o engaño respecto de determinada persona a través de la venta de valores*”.

Como puede verse, la norma tipifica conductas que son consideradas *insider trading*, mas no define qué es información privilegiada. Ante esta omisión legislativa, son diversos los conceptos y alcances desarrollados por la doctrina norteamericana. Así, algunos ponen énfasis en el deber de lealtad o fidelidad de quién tiene la información respecto de la sociedad emisora, o sea, en el sujeto. Otros ponen el énfasis en el vocablo privilegiada y en determinar cuando una información es tal con independencia de quién la posea.

En el primer sentido, el BLACKS LAW DICTIONARY define al *Insider Trading* como “*el uso de información relevante, no pública, relativo al comercio de valores de una compañía por parte de un iniciado, corporativo u otra persona que tenga un deber fiduciario con la compañía*”.

En el segundo sentido, los autores tienden a calificar la información de privilegiada con independencia del deber de lealtad y de fidelidad a la sociedad o compañía. En este sentido, se preguntan si constituye información privilegiada la siguiente: **(i)** aquella que una persona conoce en razón de su cargo en una determinada compañía, pero que no se refiere a valores de ella; **(ii)** aquella que todas las partes de una negociación le han querido dar el valor de tal; **(iii)** aquella que los propietarios de la compañía estiman que tiene un valor que le permita efectuar operaciones en su beneficio y lucro.

Por su parte, CLARK considera que existe *Insider Trading* cuando una persona compra o vende valores de una compañía sobre la base de información relevante de carácter interno. Interna es aquella información que guarda relación con un negocio corporativo aún no difundido al público inversor. Relevante es aquella que produce a juicio de un inversionista razonable, un cambio sustancial en la apreciación de los valores, pudiendo referirse a hechos consumados como a perspectivas de negocios en desarrollo.

Sin perjuicio del análisis anterior, y tal como veremos en el capítulo siguiente, el punto más discutido por la doctrina y jurisprudencia norteamericana es quienes y bajo que supuestos deben ser sancionados por el uso de información privilegiada.

Ahora bien, podemos señalar como características de la información privilegiada, siguiendo a CLARK y MARTÍNEZ, las siguientes:

- a) Debe ser relevante: la ley no ha señalado que debemos entender por relevante. En general, la Jurisprudencia norteamericana ha establecido tres criterios para determinar si la información es relevante: (a) La teoría del accionista razonable, en virtud de la cual es relevante la información que un accionista razonable y prudente consideraría tal, tanto en lo relativo al precio del valor como en lo relativo al futuro o presente de la compañía; (b) la teoría del “*espera y ve*”, siendo relevante la información que cause en el mercado un movimiento que pueda ser calificado de importante e inusual; y, (c) la teoría de la reacción de los demás actores del mercado, que consiste en que será relevante si produce reacción en los demás actores del mercado.
- b) No debe haber sido dada a conocer al mercado (información privada): la información privada es “*aquella que aún no ha sido diseminada de forma tal*”

que sea accesible al público inversor en general".⁵ La información se entenderá pública cuando se haya dado a conocer por medio de informes o por difusión de la prensa, dejando de ser considerada privilegiada sólo cuando haya transcurrido un tiempo prudente para que sea interiorizada por quienes no eran poseedores de ella;

- c) Debe referirse a valores; y,
- d) Debe estar en uso o posesión del insider, sin que sea necesario, de conformidad a un criterio ya generalizado, que la transacción se haya efectuado como consecuencia necesaria de poseer información privilegiada. No obstante ello, han existido tres posturas jurisprudenciales sobre la materia: (i) la transacción debe ser consecuencia de la posesión de información privilegiada⁶; (ii) basta tener conocimiento de la información privilegiada al tiempo de la transacción⁷; y, (iii) el poseedor de información privilegiada debe acreditar que igualmente hubiese ejecutado o celebrado la operación de no haber tenido conocimiento de la información privilegiada.⁸

2.2.3 Francia

En Francia la Información Privilegiada se encuentra expresamente definida en el Reglamento n° 90-08 sobre Uso de Información privilegiada en los Mercados Bursátiles. Su artículo segundo la define como "*una información no pública, precisa, relativa a uno o varios emisores, uno o varios valores mobiliarios, uno o varios contratos a términos negociables, uno o varios productos financieros cotizables, los cuales, si se hicieran públicos, podrían tener una incidencia en la cotización del valor, del contrato o del producto financiero en cuestión*".

Luego, los requisitos para considerar a una información como privilegiada son:

⁵ Caso *Investors Management Co*, 44 S.E.C. 633, 633 (1971), citado por O BRIEN, Teri, *Should a possession or Use Standard be employed to Prove Insider Trading?*, San Diego Law Review, 36; 1077-1107, Fall 1999.

⁶ Caso "*USA v. Smith*", citado por O BRIEN, Teri, *op. cit.*, p. 1089-1090.

⁷ Caso "*United Status v. Teicher*", citado por O BRIEN, Teri, *op. cit.*, p. 1090-1092.

⁸ Caso "*SEC v. Adler*", citado por O BRIEN, Teri, *op. cit.*, p. 1092-1093.

- a) Que ella sea relativa a uno o varios emisores, uno o varios valores mobiliarios, uno o varios contratos a términos negociables, uno o varios productos financieros cotizables;
- b) Que ella sea confidencial, esto es, que no haya sido divulgada al público inversor a través de un medio que asegure un conocimiento del público de la misma;
- c) Que ella sea precisa, esto es, que sea tal que haga perder a la operación respectiva el alea que naturalmente lleva envuelta;
- d) Que su naturaleza lleve a que pueda influir en la cotización del valor, esto es, que exista relación de causalidad entre la información y el aumento o disminución en el precio del respectivo valor; y,
- e) Que sea determinante para haber ejecutado la operación.

2.2.4 Unión Europea

La legislación de la Unión Europea también se preocupó de señalar expresamente que se entiende por Información Privilegiada. En efecto, el número 1 del artículo primero de la Directiva 89/592 de 13 de noviembre de 1989, estableció que se entenderá por Información Privilegiada *“la información que no se haya hecho pública, de carácter preciso, que se refiera a uno o varios emisores de valores negociables o a uno o varios valores negociables y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de ese o esos valores”*.

Luego, los requisitos de la información privilegiada son:

- a) Que se refiera a uno o varios emisores de valores negociables o a uno o varios valores negociables;
- b) Falta de publicidad de la información;
- c) Precisión de la información; y,
- d) Que la información sea capaz de influir de manera apreciable en las cotizaciones de los valores.

2.2.5 Chile

La ley de Mercado de Valores (en adelante “L.M.V.”) define en su artículo 164 a la Información Privilegiada de la siguiente manera: *“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”.*

Así, podemos señalar que los requisitos de la Información privilegiada propiamente tal son los siguientes: **a)** Se debe referir a los emisores, valores o negocios de los mismos; **b)** No debe haber sido divulgada al mercado; **c)** Debe ser de naturaleza tal que pueda influir en el valor de la cotización; y, **d)** debe ser precisa respecto de los emisores, valores y forma en que es capaz de influir en la cotización del valor de cotización.

Además, la ley califica como información privilegiada dos conceptos que en doctrina no son tal, esto es, la información reservada y la información relativa a los inversionistas institucionales, cuyo análisis excede de este estudio.⁹

⁹ Respecto a la Información Reservada, el artículo 10 de la L.M.V establece que “Inciso 3. Con la aprobación de las tres cuartas partes de los directores en ejercicio podrá darse el carácter de reservado a ciertos hechos o antecedentes que se refieran a negociaciones aún pendientes que al conocerse puedan perjudicar el interés social. Tratándose de emisores no administrados por un directorio u otro órgano colegiado, la decisión de reserva debe ser tomada por todos los administradores. Inciso 4. Las decisiones o acuerdos a que se refiere el inciso anterior deberán ser comunicadas a la Superintendencia al día siguiente hábil a su adopción. Inciso 5. Los que dolosa o culpablemente califiquen o concurran con su voto favorable a declarar como reservado un hecho o antecedente, de aquellos a que se refiere el inciso tercero de este artículo, responderán en la forma y términos establecidos en el artículo 55 de esta ley” Como puede verse de la norma trascrita, los requisitos para calificar una información como reservada son: Que así la califique el Directorio; Que los hechos o antecedentes reservados se refieran a negociaciones aún pendientes (no consumadas); Que las negociaciones no hayan sido aún divulgadas o dadas a conocer; y, Que su divulgación pueda afectar el interés social. Ahora bien, tal como señala el profesor PRADO PUGA, la información relevante, por más que se la califique de privilegiada, no siempre es tal, porque puede que no influya en la cotización de los valores.

Respecto a la Información referida a los Inversionistas Institucionales, la ley los define como “Los bancos, sociedades financieras, compañías de seguros, entidades nacionales de reaseguro y administradoras de fondos autorizados por ley”. Como puede verse, se trata de un grupo de inversionistas que manejan e invierten altas cantidades de dinero, generalmente de terceros, por lo que el legislador consideró necesario resguardar a los inversionistas y ahorristas de posibles malos manejos de sus fondos por los inversionistas institucionales.

Sin embargo este fin, la norma legal es de suyo excesivamente amplia - “toda” adquisición o enajenación que realiza un inversionista institucional en el mercado de valores - por lo que urge una modificación legal con el objetivo de no entorpecer innecesariamente el desarrollo del mercado de capitales.

CAPÍTULO 3. LA NECESIDAD DE LA REGULACIÓN DEL USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL MERCADO DE VALORES

Diversos argumentos se han esgrimido a favor de la necesidad de regular el uso de la información privilegiada mediante la expresa prohibición del insider trading. Los que hemos considerado más importantes son los siguientes:

3.1 Protección de la fe pública

En la discusión parlamentaria de la ley N° 19.301 de 1994, Alejandro Foxley señaló que *“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 o 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”*.¹⁰

En palabras de RIED UNDURRAGA *“se justifica el la prohibición del uso de información privilegiada porque los inversionistas no tendrían confianza, fe, en el mercado de valores si no tuvieran convicción de que están compitiendo en las mismas condiciones”*.¹¹

Tanto las autoridades como los algunos autores estiman que sí el inversionista cree que no está en igualdad de condiciones, no invertirá, y por ende el mercado de capitales no ganará en profundidad y desarrollo.

Ahora bien, la protección de la fe pública ha sido desestimada por algunos autores en razón de lo siguiente:

- e) Porque el mero hecho de prohibir el uso de la información privilegiada no convencerá necesariamente al pequeño inversionista de que está en igualdad de condiciones con los demás actores del mercado;

¹⁰ Presentación del Ministro de Hacienda, Sr. Alejandro Foxley. Cámara de Diputados. Sesión 8 de junio de 1003.

¹¹ RIED Undurraga, José Miguel. Fundamentos de la Prohibición del uso de la Información Privilegiada en Chile: Una Visión Crítica. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 31 (3): 439 – 463: 2013.

- f) Porque la prohibición va dirigida al emisor de valores y a sus *insiders*, pero no al grupo siguiente, esto es, corredores, analistas e inversionistas sofisticados;
- g) Porque si el comprador *outsider* conoce el riesgo de no contar con información privilegiada, castigará el precio real de los valores respecto de los cuales está negociando, de forma de compensar el mayor riesgo que está asumiendo: “*El inversionista compraría más barato, las acciones bajarían, traspasando el riesgo al precio de la acción.*”¹².

Respecto del primer argumento, cabe señalar que no siempre la fe pública guarda relación con el pequeño inversionista, sino que también con los demás actores del mercado. Además, bien puede ser que el inversionista que no tiene información privilegiada no necesariamente se convenza de invertir, pero al menos está más convencido que en el caso que no exista la prohibición.

Respecto del segundo argumento, a diferencia de los *insiders*, los demás actores del mercado obtienen información privilegiada en razón de análisis de carácter económicos y de mercado, esto es, obtener dicha información es parte de su trabajo, a diferencia del *insider*, que la obtiene en el desarrollo de su trabajo.

Y, respecto del tercer argumento, difícil es creer que un solo inversionista, cauto de que no tiene información privilegiada y de que su cocontratante “podría tenerla”, pueda tener real influencia en la determinación del precio de los valores.

3.2 Igualdad de condiciones en el mercado

Se suele decir que disponer de información privilegiada de por sí importa una discriminación frente al público inversionista y una participación desigual en el mercado. Dicha desigualdad es la que se pretende evitar regulando o prohibiendo el uso de información privilegiada. La desigualdad de condiciones consistiría en que frente a un mismo negocio jurídico, las partes del mismo tendrían un acercamiento al mismo dispar. En otras palabras, mientras uno de ello maneja ciertas y determinadas bases para determinar las

¹² Idem.

condiciones en que celebrará el negocio, el otro maneja otras más beneficiosas que le permitirán obtener una ganancia o evitar una pérdida que, consecuentemente, la traspasará a modo de lucro cesante o de pérdida a la otra parte del negocio.

Así, la desigualdad de condiciones sería base para el lucro de una de las partes, sea bajo la forma de ganancia o bajo la forma de evitar una pérdida y, por otra parte, sería fuente de pérdida para otra, sea bajo la forma de lucro cesante – caso en que se vende un valor a una persona que manejaba información privilegiada que causaría el aumento del precio del valor en el mercado - o bien sea bajo la forma de daño emergente - caso en que una persona compra a otra un valor que luego baja de precio, con conocimiento y uso de información

Se critica este argumento señalando que *“Es natural que las partes tengan distinta información sobre una misma transacción, aún 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”*.¹³

Por lo demás, los autores contrarios al argumento de la igualdad de oportunidades, creen que siempre existe un incentivo para lucrar con la información, el que dejaría de existir si ella no pudiera ser utilizada, perdiendo con ello los mercados su objetivo de dar señales de precios a los partícipes del mercado.

Rematan el argumento señalando que la igualdad de oportunidades sería sólo respecto de los *insiders*, pero no respecto de los demás partícipes del mercado, entre los que podrían celebrarse sin reparos operaciones en desigualdad de información y consecuentemente de oportunidades de hacer un buen negocio, y que en los demás mercado no existe prohibición de utilizar información privilegiada.

Estos autores olvidan lo siguiente: **(i)** que generalmente los poseedores de información privilegiada la han obtenido en razón de ocupar un cargo determinado en alguna compañía. En cambio, los demás partícipes del mercado, en especial intermediarios de valores, obtienen la información porque ese es precisamente su trabajo; **(ii)** que la falta de igualdad en la información, aniquila uno de los pilares del mercado de valores, a saber, la especulación. En otras palabras, cuando una de las partes de una transacción conoce de antemano el resultado más o menos beneficioso de ella, se termina con la especulación

¹³ *Ibidem*, p. 448.

propia de los mercados de valores, pero con un matiz: sólo respecto de una de las partes. Así, mientras una de ellas especulaba, la otra sabía que celebraba un negocio que tendría un resultado determinado, claramente ignorado por la primera; y, **(iii) es falso que en los mercados no exista sanción a la desigualdad consciente de información.** Al respecto, baste el siguiente ejemplo: pensemos en un contrato de compraventa que tiene por objeto un caballo de carreras. El vendedor sabe que el caballo está desahuciado, pero lo oculta. El comprador cree, dada las condiciones de la venta, que el caballo está en óptimas condiciones, y paga el precio habitual del mercado por él. En este caso, existió en la compraventa error sobre las cualidades esenciales de la cosa, por lo que de conformidad a lo dispuesto en el artículo 1682 del Código Civil, puede solicitarse la nulidad de la compraventa, por un error en materia de información. Lo mismo podría aplicarse en nuestra materia, en caso de que el comprador de valores crea como cualidad esencial de ellos, y que el vendedor esté en conocimiento de ello, el que la compañía a la que pertenecen sea solvente. De no serlo, y a falta de la cualidad esencial que el vendedor sabía no existía, podría proceder la nulidad de la venta.

Por último, cabe destacar que la diferencia de este argumento con el anterior es que la protección de la fe pública se enfoca desde la perspectiva u óptica del mercado, esto es, en abstracto. O sea, cautela el mercado en cuanto institución depositaria de confianza general. En cambio, el argumento de la igualdad de oportunidades se enfoca desde la perspectiva del inversionista, desde una perspectiva concreta, esto es, desde el punto de vista de la ejecución o celebración misma del negocio de que se trata.

3.3 Derecho de propiedad

Algunos autores han señalado que sobre la información en el mercado de valores existe un derecho de propiedad. Ello porque dicha información es una cosa incorporal susceptible de dominio y posesión por los particulares.

Establecido lo anterior, se señala que dicha propiedad pertenece a quién la ha generado, esto es, a la compañía a que se circunscriben los valores a que se relaciona la información. Por lo mismo, no es justo que sus administradores y ejecutivos la usen en su

propio beneficio. Es a la empresa a la que le corresponde el derecho de obtener eventualmente beneficios de dicha información.

En razón de ello, los administradores y ejecutivos no pueden apropiarse de una información que no les pertenece, hayan o no concurrido a su creación. Ello porque por dicha creación ya fueron remunerados, en cuanto dependientes de la compañía propietaria.¹⁴

3.4 Lealtad contractual

Este argumento parte de la base de que uno de los contratantes, a sabiendas, celebró un negocio en términos desventajosos para su cocontratante. Por su parte, es de presumir que la información era tal que este no lo habría celebrado de haber tenido conocimiento de dicha información relevante.

Ahora bien, la conducta descrita implicaría un atentado en contra de la lealtad que todas las personas se deben al ejecutar y celebrar actos jurídicos, lo que queda de manifiesto si se relaciona con el principio de buena fe en la celebración, ejecución y terminación de los Contratos, conforme a lo establecido en los artículos 1546 del Código Civil y siguientes, normas plenamente aplicables a las materias que analizamos.

En este sentido, ¿En que consiste el quebrantamiento de esta lealtad contractual? En que el contratante sabe que está usando información que, de conocerla su cocontratante, éste se habría abstenido de contratar o lo habría hecho en términos diversos.

Esta falta de lealtad no puede quedar impune, razón por la cuál debe ser sancionada mediante la prohibición del uso de información privilegiada.

¹⁴ Para profundizar esta materia, véase CLARK, Robert, *op. cit.*, p. 223 y ss. y MORGAN, Richard, *Insider Trading and the Infringement of Property Rights*, Ohio State Law Journal, 48:79-116, Winter 1987.

CAPÍTULO 4. ARGUMENTACIÓN EN CONTRA DE LA NECESIDAD DE LA REGULACIÓN DEL USO DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

El insider trading no causa daño a la persona con quien contrata, por lo que podría definirse como un “delito sin víctima”.

El inversor que contrata con quién posee información privilegiada lo hubiera hecho de todos modos. La única diferencia es que lo hizo con quién poseía dicha información. O sea, su decisión de interactuar en el mercado es meramente abstracta, sin relación a determinada persona. Así, si una persona decide comprar 100 acciones serie A de una compañía determinada, lo hará a quién posee información privilegiada como respecto de cualquier otro poseedor de dichos valores. En todo caso, la hipótesis cambia en caso de que el inversionista pruebe que contrató en razón de las condiciones especiales que le ofreció quien poseía información privilegiada, por lo que en ese caso habría una verdadera inducción al negocio por parte de quien estaba en posesión de información privilegiada.

Por lo anterior se señala que “...*aunque éste (quién tiene información privilegiada) no hubiera actuado, aquél habría realizado la misma operación con cualquier otro participante, en un mercado que se caracteriza por ser impersonal*”.¹⁵

Este argumento no es tan claro. Ello por lo siguiente: (i) parte de la base de que todos los valores son idénticos, sin reparar en que existen algunos que no pueden ser calificados genéricamente, por ejemplo, un paquete de acciones que poseen el control de una compañía. En este caso el negocio no puede celebrarse con cualquier persona; (ii) porque no siempre el cocontratante es quién resulta menoscabado. Piénsese precisamente en los casos que serán objeto del análisis principal de esta memoria, esto es, casos en que el menoscabo se ha causado a accionistas minoritarios una sociedad, por ejemplo, cuando se vende el control de una sociedad en virtud del manejo de información privilegiada sin compartir “el precio del control” con los demás accionistas; y, (iii) porque si quién no

¹⁵ SALAH Abusleme, María Agnes. Responsabilidad por uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores. Memoria de Prueba, Universidad de Chile, 2002.

hubiese tenido conocimiento de la información privilegiada hubiese sido el vendedor, de tenerla habría vendido a mucho mayor precio que el recibido.

4.1 El Insider Trading contribuye a la eficiencia del mercado

Según esta postura, la eficiencia del mercado debe entenderse como la capacidad del mismo de asignar recursos a las empresas productivas, objetivo que sólo puede alcanzarse si se dispone de toda la información que pueda afectar la cotización del o los valores de que se trata. En este sentido, el *insider* sería la forma correcta de darle información al mercado y situar los precios en su real nivel.¹⁶

Sin embargo, como señala Campos Graziani “*El problema de este argumento es que supone que el insider trabaja en pro del mercado, cuando en realidad lo hace en beneficio propio*”¹⁷.

Más aún, el argumento no convence porque el *insider* no “comparte” información privilegiada con el mercado, sino que simplemente se limita a usarla, sin que nada asegure que dicha información sea absorbida por el mercado, precisamente porque el mismo no se entera que la transacción fue resultado de ella.

4.2 El Insider Trading es una recompensa para los administradores y ejecutivos

Otro argumento que se usa para negar la procedencia de la prohibición de uso de la información privilegiada, es que el *insider trading* es una de las formas en que se compensa la labor empresarial de los ejecutivos de las distintas compañías.

Es más, se señala que el *insider trading* es una de las formas más eficientes de compensación a la labor de los buenos ejecutivos, por dos razones: **(i)** porque las negociaciones salariales son muy costosas para la compañía; y, **(ii)** porque las formas comunes de remuneración no logran poner fin a la natural tendencia de directores y ejecutivos de optar por su interés personal por sobre el interés social.

¹⁶ Al respecto véase la obra de CARLTON, Dennis y FISCHER, Daniel, *op. cit.*, p. 866 y ss.

¹⁷ CAMPOS Graziani, Rolando. *Insider Trading o Uso Indebido de Información Privilegiada*. Ediciones Metropolitana, 2006.

Se concluye que de esta forma se reduce fuertemente las negociaciones salariales, ya que *“es el propio administrador el cual maneja su paquete compensatorio, evitando de este modo, la renegociación continua: el administrador renegocia cada vez que explota la información privilegiada, lo que, paralelamente, incrementa su incentivo para adquirir y desarrollar información valiosa”*.¹⁸

Por último, se señala que el *insider* no realizará operaciones que dañen a la compañía en el uso de información privilegiada, porque con ello se causaría un daño a sí mismo. O sea, no ejecutará ningún acto contrario a la sociedad, porque sería erradicado de ella, y perdería el beneficio o contraprestación consistente en el uso de información privilegiada.

El argumento de la referencia es difícil de sostener respecto de los otros actores que pueden resultar perjudicados por el uso de información privilegiada, esto es, los accionistas minoritarios y los terceros con quién contrata el *insider*. Ejemplos: en el primer caso, podría darse la situación que la información privilegiada consistiera en conocer el resultado de un laudo arbitral que tendría como resultado el reintegro a la compañía de una importante suma de dinero. Piénsese en un director que sale a la bolsa a comprar acciones. Luego las acciones suben de precio. Claramente se le causó un perjuicio al accionista que enajeno sus acciones. En el segundo caso, piénsese en el director que tiene conocimiento de que la compañía pedirá su propia quiebra, por lo que vende sus acciones a un tercero. En ese caso obviamente causó un perjuicio que la prohibición del uso de información privilegiada pretende salvaguardar. Por lo anterior es que no compartimos esta línea de argumentación.

4.3 Conclusión

Podemos concluir que existen fundamentos suficientes para prohibir el uso de información privilegiada. Principalmente, se trata de la igualdad y transparencia en los mercados. En efecto, tal como ya lo hemos señalado, de no encontrarse regulado el uso de información privilegiada el mercado no sería igualitario y por ende sería falto de transparencia. Frente a ello, los inversionistas no podrían tomar decisiones con seguridad,

¹⁸ NUÑEZ Plaza, Luisa. La Información Privilegiada en el Mercado de Valores. (Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales). Santiago, Chile, Escuela de Derecho, Universidad Adolfo Ibáñez, 1998.

faltaría la confianza en el mercado y el mismo no sería eficiente y carecería de toda profundidad.

Además, hemos desestimado los argumentos en contra de la regulación de la información privilegiada, porque tal como se ha dicho, todos ellos miran sólo a determinados actores del mercado, olvidándose del resto, y establecen compensaciones que causan perjuicios a otros actores del mercado.

CAPÍTULO 5. LA REGULACIÓN DEL USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL DERECHO COMPARADO

5.1 Estados Unidos de América

5.1.1 Quien es un “insider”

La determinación de quién o quienes pueden ser sancionados por el uso de información privilegiada ha sido latamente discutido en el derecho norteamericano. El tema lo analizaremos desde una perspectiva normativa jurisprudencial.

Desde un punto de vista normativo, la regla 10b-5 de la Securities and Exchange comisión, de mayo de 1942, establece – de una forma indirecta - el fundamento para determinar quienes pueden ser considerados sujetos activos de la prohibición del uso de información privilegiada.

En efecto, dicha norma establece que *“Será ilegal que cualquier persona, directa o indirectamente, por medio o instrumento del comercio entre los estados, o del correo o por cualquier medio de alguna bolsa de valores:*

- a) Emplee cualquier medio, proyecto o artificio para defraudar;*
- b) Formule una afirmación falsa relativa a una información relevante o bien omita determinados datos materiales necesarios para el correcto entendimiento de las afirmaciones efectuadas; o,*
- c) Participe en cualquier acto, práctica o negocio que opere u operaría como un fraude o engaño respecto de determinada persona a través de la venta de valores”.*

Ahora bien, y pese a la amplitud de la norma recién citada, la doctrina y jurisprudencia norteamericana ha creado tres criterios de atribución de responsabilidad, que, en buenas cuentas, determina el sujeto pasivo de la acción por uso de información privilegiada. A saber:

- a) Teoría del acceso igualitario
- b) Teoría del deber de lealtad
- c) Teoría de la apropiación

A continuación analizaremos brevemente cada una de ellas:

- a) Teoría del acceso igualitario

Esta regla de atribución de responsabilidad pretende que quién posea información imposible obtener por la otra parte, o bien la revele o bien se la reserve sin hacer uso de ella. Esta exigencia dio lugar al conocido aforismo *Disclose or Abstain Rule*.

Ahora bien, los requisitos necesarios para atribuir responsabilidad a partir de este criterio, son los siguientes: **(i)** que entre el sujeto que usa la información y la sociedad emisora de valores a que se refiere ella exista una relación que permitiese tener acceso a ella; y, **(ii)** que se haya actuado dolosamente, esto es, con conocimiento de que la otra parte de la negociación no estaba al tanto de la respectiva información.

En otras palabras, la regla permite el uso de información privilegiada, pero sólo en el evento de que se revele a la otra parte de la transacción, lo que en todo caso es una contradicción, porque en ese mismo momento la información dejaría de tener tal carácter.

Por último, cabe destacar que la finalidad principal de esta regla es impedir que se comercie sobre la base de información que no es legalmente obtenible por personas que no tienen una especial relación con la sociedad emisora de los valores.

- b) Teoría del deber de lealtad

La presente teoría sólo da lugar a la atribución de responsabilidad respecto de aquellas personas que están en posesión de un determinado cargo en una compañía que

genera un deber de lealtad o fidelidad respecto de la misma. Es sólo a estas personas a quienes se les aplica el aforismo de abstenerse o divulgar, a quienes la doctrina denomina *fiduciarios primarios*.

Frente a lo restringida que aparece esta teoría, algunos tribunales la han extendido a los denominados "*fiduciarios constructivos*". Estos los podemos clasificar de la siguiente forma: (i) los denominados iniciados temporales, que tienen acceso a información privilegiada por desempeñar labores estacionales en la compañía; y, (ii) los denominados "*tipees*", esto es, aquellos que por tener acceso a información privilegiada a través de un iniciado asumen el mismo deber de lealtad de éste para con la sociedad, siempre que hayan tenido noticia de la infracción del deber de lealtad, el que se configuraría en caso de que el iniciado recibiere algún beneficio.

Con esta ampliación de criterio la teoría se hace más extensiva respecto de los obligados.

c) Teoría de la apropiación

Esta teoría, al igual que la del acceso igualitario, pretende ser extensiva. En efecto, pretende hacer responsable a aquella persona que, haciendo uso de información privilegiada, obtiene un beneficio, todo ello en la medida que haya violado un deber fiduciario respecto de la persona que le confió la información.

O sea, para que el uso de información privilegiada sea sancionable ya no es esencialmente necesario el beneficio por parte de quien revela la información, sino que basta con que haya existido una violación al deber fiduciario respecto del informante.

5.1.2 Qué información es privilegiada

En este punto, nos remitimos al capítulo segundo, en la parte en que se analizó las características del concepto de información privilegiada en el derecho norteamericano.

a) Securities Act 1933: Section 10b-5

Es la norma represiva en material de información privilegiada. Su principal característica es que crea acciones públicas destinadas a la aplicación de multas y acciones privadas de carácter indemnizatorio.

En cuanto a su texto, en ella se establece que “*Será ilegal que cualquier persona, directa o indirectamente, por medio o instrumento del comercio entre los estados, o del correo o por cualquier medio de alguna bolsa de valores:*

- (i) Emplee cualquier medio, proyecto o artificio para defraudar;*
- (ii) Formule una afirmación falsa relativa a una información relevante o bien omita determinados datos materiales necesarios para el correcto entendimiento de las afirmaciones efectuadas; o,*
- (iii) Participe en cualquier acto, práctica o negocio que opere u operaría como un fraude o engaño respecto de determinada persona a través de la venta de valores”.*

El desarrollo de esta normativa, en especial respecto del sujeto pasivo de las prohibiciones impuestos, ya ha sido objeto de estudio en esta memoria.

b) Securities Exchange Act 1934: Sections 16 b

Es la norma preventiva en material de información privilegiada en el derecho norteamericano. En efecto, exige que los directores, administradores, emisores y grandes accionistas reporten las transacciones que efectúan mensualmente, dentro de los primeros 10 días del mes siguiente al cuál se efectuó la transacción. Además, otorga a la sociedad una acción en contra del poseedor de información privilegiada, que tiene por finalidad recobrar toda ganancia obtenida en la compra y venta de valores en un período de 6 meses, a menos que los valores hayan sido adquiridos de buena fe para pagar una deuda previamente contraída.

Esta normativa tiene las siguientes características: **(i)** identifica determinadas transacciones y, sobre su base, establece presunciones de uso de información privilegiada; y, **(ii)** en razón de ello, establece un sistema que, a lo menos en el texto, aparece efectivo para reprimir el probable uso de información privilegiada.

c) The Williams Act (regulación de ofertas públicas)

Se trata de una reforma a la Securities Exchange Act – 1968 - en virtud de la cual se pretende dar una protección adecuada a los inversores que participan en una toma de control a través de una OPA.

La letra A) de la norma establece lo siguiente *“Cualquiera persona que hubiese efectuado alguno de los pasos necesarios para comenzar, o que hubiese comenzado una oferta pública de acciones, incurrirá en un acto fraudulento, engañoso o manipulativo en caso que esté en posesión de información relevante relativa a la oferta pública y que sepa, o tenga razones para saber, que no es pública y que sepa, o tiene razones para saber que ha sido adquirida directa o indirectamente de (1) la persona oferente; (2) el emisor de los valores solicitados o a solicitarse; (3) cualquier alto ejecutivo , director, socio o empleado o cualquiera otra persona actuando a nombre a nombre de la compañía oferente o el emisor. Esta persona no podrá comprar o vender valores u opciones respecto de los mismos, a menos que haya transcurrido un lapso de tiempo razonable desde que la información y su fuente de origen se han hecho públicas por la prensa u otro medio afín”*

Por su parte la letra B establece que *“una persona no incurrirá en la conducta prohibida en la letra anterior en caso que demuestre que: (1) la persona que hizo la decisión de inversión a nombre de dicha persona para comprar o vender cualquier valor descrito en la letra a) o o causar que cualesquiera de dichos valores sea vendido o comprado a nombre de otros que no estaban en conocimiento de la información relevante y no pública; y (2) dicha persona haya implementado una o más políticas y procedimientos, razonables ante las circunstancias, tomando en consideraciones la naturaleza de las persona que efectúa el negocio, para asegurar que la decisión de inversión individual no viola la letra a) de esta sección, incluidas las políticas y procedimientos que no se refieran: (i) aquellas que restrinjan la compra, venta o que causen la compra o venta de dicho valor; o, (ii) aquellas que prevengan a dichas personas de conocer la información.”*

La letra C regula excepciones a la violación general contemplada en la letra A. En efecto, establece que *“a pesar de lo dispuesto en la letra a) de la disposición, no constituirán violaciones a la ley: (1) la compra de cualquier valor descrito en la letra a), por un corredor o por otro agente en nombre de un oferente y (2) la venta por una persona de cualquier valor descrito en la letra a) a la persona oferente”.*

Por último en lo que nos interesa, la letra d) regula la transferencia de información a terceros, estableciendo *“la prohibición de comunicar información relevante, no pública, relativa a la oferta pública, a cualquiera otra persona a quien razonablemente se pueda suponer que mediante la mencionada comunicación se tendrá como resultado de la violación de esta sección, a menos que la comunicación se haya efectuado de buena fe”*.

d) Insider Trading Sanctions Act

Esta norma fue dictada en 1984 y su objeto fue crear una acción administrativa cuyo sujeto activo es la SEC, y que se dirige en contra de todo aquél que es culpable de uso de información privilegiada, y cuyo objeto pedido son sanciones de carácter pecuniario de hasta el triple del beneficio obtenido.

e) Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act

Esta norma fue dictada en 1988 y estableció las siguientes modificaciones: **(a)** que las multas administrativas igual se aplican a los *tippers*, esto es, a las personas a quienes se les entrega información privilegiada; **(b)** el establecimiento de responsabilidad respecto de los grupos controladores; **(c)** la rebaja de las multas de hasta 10% a aquellas personas que colaborasen con información relevante y difícil de conseguir para perseguir a otros responsables; y, **(d)** el aumento de las penas pecuniarias y el aumento de las penas penales.

Como puede apreciarse, las reformas han sido diversas e importantes en el sentido de esclarecer el sentido y alcance del uso de información privilegiada.

5.1.3 Castigo al Insider Trading

El insider trading puede estar afecto a tres tipos de sanciones: **(a)** administrativas, que consisten en multas a favor de la SEC; **(b)** civiles, que consisten en las indemnizaciones de perjuicios a las que pueden verse obligados los iniciados; y, **(c)** las penales, que consisten en las penas de presidio a las que pueden verse expuestos.

a) Responsabilidad civil

(i) Existencia de un deber de cuidado

Las conductas prohibidas son las contempladas en las normas ya desarrolladas, y los sujetos destinatarios de dichas prohibiciones lo serán aquellos descritos en las teorías de atribución de responsabilidad ya analizadas.

(ii) Dolo

La Doctrina norteamericana ha establecido que para que sea procedente la aplicación relativa al uso de información privilegiada no basta la culpa o negligencia. Es necesario que se haya actuado con dolo. En este caso, estaría constituido por la intención de engañar, manipular o defraudar a otro mediante la información privilegiada.

(iii) Relación de causalidad

Debe existir relación de causalidad directa e inmediata entre el daño causado y el uso de la información privilegiada.

(iv) Daño

En este punto analizaremos dos aspectos diversos pero íntimamente relacionados: **(a)** quienes tienen derecho a ejercer acciones por uso de información privilegiada; y, **(b)** cuales son los daños que deben ser indemnizados.

Respecto del primer punto, podemos distinguir tres tipos de personas que se verían afectados y en consecuencia serían legitimados activos, a saber:

- i. **Otros inversores**: al respecto, algunos fallos¹⁹, han establecido que cuando una persona negocia sin dar a conocer información causa daño a TODAS las personas que ejecutaron o celebraron transacciones al mismo tiempo. Ello ocurriría sólo en la medida que la información hubiese sido de tal relevancia que estas no hubiesen ejecutado o celebrado el acto y que el dañado haya tenido confianza en que la información pública era la correcta. Otros fallos, han

¹⁹ Al respecto véase List vs. Fashion Park.

establecido que negociar sin revelar información no causa daño a quienes negocian de forma paralela. Esta teoría establece que el hecho que un iniciado compra o venda valores no induce a nadie a celebrar una u otra operación. Los demás inversores las ejecutan o celebran con independencia de ello.

- ii. **Daño a la sociedad emisora**: se trata de aquellos casos en que la compañía emisora sufre un daño en su imagen corporativa o empresarial, desde el punto de vista de su reputación frente a los accionistas, cocontratantes y frente al mercado en general, todo ello en la medida que se trate de un daño causalmente acreditado. Por último, se ha señalado que no es posible que la sociedad sufra un daño por pérdida de oportunidades de negocios, porque la propiedad pertenecería a los accionistas.
- iii. **Daño a la sociedad que desea hacer una oferta pública de acciones**: se trata del caso del premio por el control. En este caso el hecho mismo de conocer la OPA es manejar información privilegiada, razón por la que la Williams Act ha reglado la materia, tal como ya se ha analizado.

Ahora bien, respecto del segundo punto - daños indemnizables – algunos autores creen que los demandantes sólo pueden recobrar el daño causado por el fraude en sí y no los daños adicionales que se produzcan con posterioridad a causa de variaciones en los precios de los valores. Otros estiman que la indemnización debe ser total y absoluta, aún cuando el daño provenga de factores endógenos o de malas negociaciones del demandante.

Por su parte, si bien acogiendo ambas teorías de forma indistinta. jurisprudencia norteamericana ha establecido que el máximo indemnizable no puede exceder del monto total de ganancias obtenidas o pérdidas evitadas por quien hizo uso indebido de información privilegiada.

5.2 Francia

Analizaremos la normativa francesa desde una perspectiva preventiva y desde una perspectiva represiva.

Desde la perspectiva preventiva, el artículo 162-1 de la Ley de Sociedades Comerciales de 1966 dispone que *“Los presidentes, los directores generales, los miembros del directorio de una sociedad, las personas naturales o jurídicas que ejerzan las funciones de administradores o de miembros del consejo de vigilancia, así como los representantes permanentes de las personas jurídicas que ejerzan estas funciones deberán hacer nominativas o declarar las acciones que están a su nombre o a nombre de sus hijos menores no emancipados emitidas por las sociedades donde trabajan, por sus filiales o por las otras filiales de esta última sociedad. La misma disposición se hará aplicable a los cónyuges no separadas de cuerpo de estas personas”*.

El objetivo de la norma es conocer de antemano las personas y los porcentajes accionarios que pueden estar involucrados en transacciones con uso de información privilegiada.

Desde el punto de vista represivo analizaremos tanto la Ordenanza de 1967 como el Reglamento de Operaciones Bursátiles.

El artículo 10-1 del primer ordenamiento establece una prohibición general de hacer uso de información privilegiada. En primer término, establece como sujetos pasivos a los dirigentes de las compañías y a las personas que dispongan de información privilegiada con ocasión de su profesión o del ejercicio de sus funciones. Además pueden ser sancionadas las personas jurídicas desde una perspectiva jurídico – penal.

Ahora bien, desde la perspectiva de las características de la información, ella guarda relación con las perspectivas o la situación de un emisor de títulos negociables en un mercado reglamentado, o sobre la evolución de un instrumento financiero admitido en un mercado reglamentado, siendo sancionable su uso cuando es utilizada directamente o a través de otra persona antes de que el público tenga conocimiento de ella.

Por otra parte, y contrariando un principio de derecho básico, se ha fallado que no es necesario buscar si el responsable tuvo o no una intención especulativa o de buscar una ganancia, esto es, que actuó dolosamente.

Desde el punto de vista de la sanción aplicable, se debe distinguir entre personas naturales y personas jurídicas. Respecto de las primeras, la sanción es de dos años de prisión y de una multa de 10 millones de francos, imponiéndose como límite a la sanción 10 veces el monto obtenido. Respecto de las segundas, se establece la pena de multa y de la disolución, la declaración de interdicción, la prohibición de ejercer directa o indirectamente determinadas actividades, supervigilancia judicial, el cierre, entre otras.

En relación al **Reglamento de Operaciones Bursátiles**, el inciso 1 del artículo 2 establece que *“las personas que dispongan de una información privilegiada en razón de su calidad de miembros de los órganos de administración, de dirección, de vigilancia o supervisión de un emisor, o en razón de las funciones que ejerzan dentro de tal emisor, deben abstenerse de explotar, por cuenta propia o por cuenta de otro, una cierta información relativa al mercado, ya sea directamente o por interpuesta persona, comprando o vendiendo títulos del emisor, o de productos financieros vinculados a dichos títulos”*.

Por su parte, el artículo 4 establece que *“las personas a quienes se les hubiese comunicado una información privilegiada con ocasión del ejercicio de su profesión o de sus funciones, no deben explotar, por cuenta propia o por cuenta de otro, dicha información sobre el mercado o comunicarla con otros fines o para otras actividades que aquellas en razón de la cual fue comunicada”*.

En lo que se refiere al sujeto pasivo de la prohibición, pueden ser sancionadas tanto las personas naturales como las jurídicas.

Ahora bien, el inciso segundo del artículo 2 establece que los iniciados deben abstenerse de comunicar la información privilegiada con otros fines u otros que aquellos en razón de la cual es detentada. Establece además en su artículo 3 que *“las personas que dispongan de una información privilegiada en razón de la preparación y la ejecución de una operación financiera, no deben explotar, por cuenta propia o ajena, dicha información sobre el mercado, ni comunicarla con otros fines o para otras actividades que aquellas en razón de la cual es detentada”*.

Como puede verse, la normativa francesa es detallada, y fruto de una evolución que lleva ya más de 50 años.

5.3 Unión Europea

El uso de información privilegiada en la Unión Europea se encuentra regulado por la Directiva de la Comunidad Económica Europea 89/592 de 13 de noviembre de 1989.

Esta normativa no puso énfasis en el deber fiduciario, sino que en la información y la relación existente entre aquel que posee información privilegiada y el mercado, buscando con ello privilegiar la igualdad en los mercados como fundamento de la prohibición.

Desde el punto de vista normativo, el artículo 2 establece que *“Cada Estado miembro prohibirá a las personas que por su condición de miembros de los órganos de la administración, de dirección o de control del emisor, por su participación en el capital del emisor o, por tener acceso a dicha información debido al ejercicio de su trabajo, de su profesión o de sus funciones, dispongan de una información privilegiada, adquirir o ceder por cuenta propia o ajena, ya sea directa o indirectamente, los valores del emisor o de los emisores afectados por dicha información privilegiada explotándola con conocimiento de causa”*.

De la norma se deduce que la figura sancionable es la posesión de información privilegiada por parte de un iniciado que se aprovecha de dicha información con pleno conocimiento del carácter de privilegiada de la información.

Ahora bien, el artículo 3 establece las conductas prohibidas respecto de las personas señaladas en el artículo 2, y ellas son: **(a)** revelar la información privilegiada a un tercero, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o sus funciones; **(b)** recomendar a un tercero que adquiera o ceda o que haga que un tercero adquiera o ceda, basándose en dicha información privilegiada, valores admitidos a negociación en sus mercados.

Sin embargo, el tenor restrictivo del artículo 2 es ampliado por lo dispuesto en el artículo 4. En efecto, establece una prohibición respecto de todas aquellas personas distintas de las contempladas en el artículo 2 que, con conocimiento de causa posea y use una información privilegiada, cuyo origen directa o indirecto sea una persona de las mencionadas en el artículo 2.

Por su parte, el artículo 6 establece que cada Estado miembro podrá establecer disposiciones más restrictivas a las contenidas en la Directiva o en disposiciones adicionales, siempre que sean de aplicación general.

En cuanto a las autoridades competentes, el artículo 8 exige que cada Estado miembro designe a la autoridad o autoridades administrativas encargadas las que deberán estar dotadas de todas las competencias y todas las facultades de investigación y supervisión pertinentes.

Como hemos a grandes rasgos podido analizar, la Unión Europea ha regulado de forma detallada la materia, contribuyendo con ello a que la aplicación jurisprudencial tenga el adecuado sustento normativo.

CAPÍTULO 6. LA REGULACIÓN DEL USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN CHILE

6.1 La Ley de Mercado de Valores

El origen de la regulación de la Información Privilegiada en Chile se encuentra en la Ley N° 18.045, Ley de Mercado de Valores (en adelante “LMV”), publicada en el Diario Oficial con fecha 22 de octubre del año 1981. En lo referente a la regulación de la información en el Mercado de Valores, la autoridad legislativa señaló como sus principales fundamentos la igualdad en el acceso a la información y la protección de la fe pública y de la transparencia en los mercados.

La regulación anterior fue modificada por la Ley N° 19.301, de fecha 31 de marzo del año 1994, atendido que la LMV no regulaba la Información Privilegiada, sino que una categoría distinta, la información reservada; que la regulación existente era muy restrictiva, ya que se limitaba a las sociedades anónimas y sólo respecto de valores emitidos por ellas²⁰; que era necesario profundizar los objetivos de evitar la discriminación que produce en los mercados la asimetría de información por parte sus actores, impedir el uso indebido de la información privilegiada, proteger la transparencia del mercado y, por último, fortalecer las sanciones aplicables^{21 22}. Los argumentos anteriores, tal como señalamos en otro apartado de este trabajo, han sido calificados de inadecuados, falaces y difusos²³.

²⁰ PRADO Puga, Arturo. Acerca del Concepto de Información Privilegiada en el Mercado de Valores Chileno: su Alcance, Contenido y Límites. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 30 (2): 2013.

²¹ ALCALDE Rodríguez, Enrique. Uso de Información Privilegiada: Algunas Consideración sobre el Sentido y alcance de la Prohibición en relación con su Sujeto, Objeto y Sanción. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 27 (1): 2000.

En concreto, la Ley 19.301 incluyó un nuevo título XXI a la LMV, denominado “De la Información Privilegiada” -posteriormente modificado por la Ley N° 19.389, dictada el año 1995-, cuyo principal objetivo fue regular los conflictos de interés que se producen respecto de los partícipes del mercado que fuesen a su vez miembros de la administración de emisores de valores o de alguna administradora de fondos de pensiones. La regulación se concretó por medio de la prohibición de conductas específicas de utilización indebida de información, respecto de las cuales se establecieron duras sanciones, incluso de carácter penal.

Además, la LMV se modificó por medio de la Ley 19.398, de 4 de agosto de 1995, y por la Ley N° 19.705, que regula las ofertas públicas de valores, dictada el año 2000 (en adelante “Ley de OPA”), que fue como veremos más adelante una ley que reaccionó respecto del denominado Caso Chispas, mediante el establecimiento obligatorio de las ofertas públicas de acciones, buscando en definitiva que todos los accionistas compartieran el precio por el control de la sociedad cuyas acciones fuesen adquiridas por un oferente²⁴.

6.2 Tipos de información reguladas por la Ley de Mercado de Valores. La Información Esencial y la Información Reservada

Hemos efectuado en este trabajo una reseña de qué constituye Información Privilegiada, por medio de un análisis general y de legislación comparada. Previo a entrar a desarrollar dicho concepto a la luz de nuestro ordenamiento jurídico, corresponde analizar dos conceptos íntimamente vinculados con el mismo, a saber, la información esencial y la reservada.

En relación a la Información esencial, señala el artículo 9 de la LMV que es aquella referida al propio emisor, a los valores ofrecidos y a su oferta “*que un hombre juicioso consideraría importante para sus decisiones sobre inversión*”. A su vez, el artículo 10 de la LMV establece que las entidades inscritas en el Registro de Valores deben “*divulgar en forma veraz, suficiente y oportuna, todo hecho o información esencial respecto de ellas mismas y de sus negocios al momento que él ocurra o llegue a su conocimiento*”.

²² Acta sesión del Senado n° 18, de 14 de diciembre de 1993, Comisión de Hacienda.

²³ RIED Undurraga, José Miguel. Fundamentos de la Prohibición del uso de la Información Privilegiada en Chile: Una Visión Crítica. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 31 (3): 2013.

²⁴ Ídem. .

Por su parte, el artículo 44 inciso 5° de la LSA ha otorgado el carácter de esencial a los actos o contratos que involucren montos relevantes y a los relativos al nombramiento de los evaluadores independientes, todo lo anterior, con el objeto de informar al mercado y a los accionistas minoritarios la gestación de un negocio entre partes relacionadas²⁵. Por su parte, la SVS mediante Norma de Carácter General N° 30 ha calificado de hechos esenciales, entre otros, la disminución importante de los activos de la empresa, paralización total o parcial de las faenas por cualquier causa, cambios importantes en la propiedad de la empresa, etc.

Tanto la información privilegiada como la esencial reúnen el requisito de que un hombre juicioso las consideraría importantes. Sin embargo, difieren esencialmente en que la información privilegiada es más bien subjetiva, atendido que no es susceptible de ser informada sino que generalmente es calificada como tal *a posteriori* por una persona diversa a quien efectuó un uso de la misma (sea la SVS o un tribunal de justicia). Lo anterior atendido que se trata de un concepto más bien difuso, razón por la cual se suele afirmar que toda información privilegiada es esencial, pero no toda información esencial es privilegiada²⁶.

Por su parte, en relación a la información reservada, señala el artículo 10 inciso 3° de la LMV que *“con la aprobación de las tres cuartas partes de los directores en ejercicio podrá darse el carácter de reservado a ciertos hechos o antecedentes que se refieran a negociaciones aún pendientes que al conocerse puedan perjudicar el interés social”*. En consecuencia, podemos definirla como aquella información relativa a hechos o antecedentes que se refieran a negociaciones pendientes cuyo conocimiento por el público inversor pueda perjudicar el interés social.

Luego, la LMV autoriza al directorio de una compañía a calificar de reservada una información esencial. La calificación de reservada trae aparejada a lo menos dos importantes consecuencias, a saber, que el emisor de valores debe comunicar a la SVS que ha dado carácter de reservado a una determinada información y, asimismo, que los directores se hacen responsables de la calificación dolosa o culposa de reservada de ella,

²⁵ NARBONA, D y MOLINA, K. El Directorio de la Sociedad Anónima, su Fiscalización, Responsabilidad y los Conflictos de Interés en que pueden verse involucrados los Directores, Memoria de Prueba, Universidad Central de Chile, 2003.

²⁶ CAMPOS Graziani, Rolando. Insider Trading o Uso Indebido de Información Privilegiada. Ediciones Metropolitana, 2006.

conforme lo dispuesto por el artículo 10 inciso final de la LMV en relación con el artículo 55 del mismo cuerpo legal.

En síntesis, podemos señalar que existe información no esencial o esencial, la que a su vez puede ser pública o divulgada al mercado y no divulgada al mismo, cuestión que podría ocurrir por las calificación de reservada de ella o bien por mera omisión del emisor. En el primer caso, la información es privilegiada por el ministerio de la ley y, en el otro caso, habrá que determinar si la información no divulgada al mercado reúne los requisitos de la información privilegiada, que pasaremos a ver²⁷.

6.3 Concepto y requisitos de la Información Privilegiada en la Ley de Mercado de Valores

a) Tipo genérico de información privilegiada.

Señala el artículo 164 de la LMV 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”*. La norma anterior, que inicia el título relativo a la información privilegiada, contiene un concepto en el cual los autores distinguen diversos elementos²⁸:

i. La información puede referirse a los emisores de valores, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos.

Respecto de los emisores de valores, la razón estriba en que son las principales fuentes de información y, además, es respecto de ellos que las personas que tienen con los mismos

²⁷ Ídem.

²⁸ Ídem.

una relación fiduciaria o de subordinación obtienen información²⁹. Por su parte, el concepto negocio es extensivo y no se limita a la compra y venta de valores, como lo era hasta la reforma del año 1994³⁰, sino que se refiere a cualquier gestión destinada a obtener algún beneficio económico para la compañía, tanto obtener una ganancia como evitar una pérdida. Por último, la ley utiliza el concepto amplio de valores, que incluye sus diversas manifestaciones, tales como acciones, bonos, bonos convertibles en acciones o cualquier otro instrumento transable.

Sin perjuicio de lo anterior, PRADO señala que se debe excluir cualquier información de mercado o *market informations*, o sea, externas a la sociedad³¹, atendido que ellas han sido generadas por terceras personas ajenas al emisor de valores, las que realizaron operaciones de análisis financiero propio de su oficio. Por lo mismo cabe excluir la información que haya sido elaborada a partir de datos públicos, pues no son aptos para influir susceptiblemente en la cotización de los valores³².

Ahora bien, al exigir la ley que se trate de información referida a emisores, negocios o valores, los autores, representados por PRADO, concluyen que sólo es información privilegiada la que es seria, precisa y no difusa, esto es, real y concreta, ajena de toda suposición³³. Por su parte, RODRIGUEZ GREZ señala que “*la información privilegiada deberá estar referida a un hecho concreto, serio y objetivo y no a una simple intención, posibilidad o estrategia de negocios que comprenda varias alternativas complementarias o subsidiarias*”, atendido lo cual la “amenaza” de adoptar una decisión comercial no tendrá nunca el carácter de información privilegiada³⁴.

Por último, hacemos presente que la conceptualización legal, como puede verse, es amplia y abstracta, razón por la cual se ha dejado a la calificación administrativa y judicial.³⁵

²⁹ PRADO Puga, Arturo. Acerca del Concepto de Información Privilegiada en el Mercado de Valores Chileno: su Alcance, Contenido y Límites. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 30 (2): 237-269: 2013.

³⁰ Ídem.

³¹ Ídem.

³² Ídem.

³³ Ídem.

³⁴ RODRIGUEZ Grez, Pablo. Comentario de jurisprudencia sobre uso de información privilegiada. Revista Actualidad Jurídica. (15): 243, 2007.

³⁵ LAVÍN De Tezanos Pinto, Rodrigo. Información privilegiada y medidas de defensa del control: Análisis sistemático del caso SVS con pacto controlador del Banco de Chile. Memoria de prueba, Universidad de los Andes.

ii. La información no debe haber sido divulgada al mercado confidencial (confidencial).

Conforme lo señala PRADO confidencial significa que sea “*desconocida e inaccesible para el público en general, no divulgada al mercado*”³⁶, elemento esencial de la información privilegiada, ya que es su desconocimiento general lo que la transforma en un bien valioso.

Se hace necesario referirse al concepto divulgación utilizado por la definición en comento, atendido que, previo a su modificación, el artículo 13 de la LMV, en relación al artículo 43 de la LSA, atendido que el concepto actualmente vigente no implica que es divulgación oficial la efectuada por quien tiene la facultad para hacerlo, es decir, un apoderado o representante de la compañía³⁷.

iii. La información por su naturaleza debe ser capaz de influir en la cotización de los valores emitidos.

Claramente el concepto clave es la frase *por su naturaleza*. Al respecto, CAMPOS considera que se trata de una frase ambigua, atendido que podría referirse tanto a la información como a la forma en que se obtuvo el conocimiento. ALCALDE considera que el concepto debe analizarse a la luz de un criterio objetivo, tanto respecto a la información en si misma, que “*por su naturaleza*” debe ser capaz de influir en la cotización de los valores emitidos, como respecto de la situación de hecho, en el sentido de que debe existir relación de causalidad entre el conocimiento de la información (causa) y la variación del precio (efecto), de manera “*directa, inmediata y necesaria*”³⁸. En consecuencia, lo que se requiere es analizar las circunstancias externas que

³⁶ PRADO Puga, Arturo. Acerca del Concepto de Información Privilegiada en el Mercado de Valores Chileno: su Alcance, Contenido y Límites. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 30 (2): 237-269: 2013.

³⁷ ALCALDE Rodríguez, Enrique. Uso de Información Privilegiada: Algunas Consideración sobre el Sentido y alcance de la Prohibición en relación con su Sujeto, Objeto y Sanción. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 27 (1): 11-28: 2000.

³⁸ ALCALDE Rodríguez, Enrique. Uso de Información Privilegiada: Algunas Consideración sobre el Sentido y alcance de la Prohibición en relación con su Sujeto, Objeto y Sanción. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 27 (1): 11-28: 2000.

concurrer en el caso en base a la *“realidad económica concreta y no a partir de ejercicios o premisas abstractas y meramente teóricas”*³⁹.

iv. La información debe ser capaz de influir en la cotización de los valores emitidos.

Al respecto, señala ALCALDE que la relevancia de la información y su capacidad para influir en la cotización de los valores emitidos debe ser analizada a la luz del criterio de cualquier individuo, sino que desde la perspectiva de un hombre medio, razonable y prudente, que opere y se desenvuelve en el mercado de capitales chileno⁴⁰. Lo anterior, creemos, atendido que ese es el hombre que puede determinar si la información constituye o no las características de ser privilegiada.

A mayor abundamiento, ALCALDE⁴¹ considera que para que una determinada información pueda ser calificada como privilegiada debe concurrir el quien hace uso de ella el propósito o finalidad de utilizarla en beneficio propio o ajeno, lo que no se contradice con el hecho de haber sido establecido un tipo penal relativo a la información privilegiada que configura un delito de peligro -en el sentido que su sanción es independiente de la producción real del resultado proscrito-, ya que en cualquier evento, tanto para efectos administrativos como penales, es requisito indispensable la concurrencia del elemento subjetivo de la culpabilidad.

El criterio antedicho -relevancia e intencionalidad- ha sido tomado de la regla 10b-5 del derecho norteamericano, la que aparece compartida por diversos autores. Al respecto, PRADO señala que la intencionalidad es la conciencia del carácter relevante de la información y de la consiguiente manipulación incorrecta o engaño imputable, requiriendo por esto dolo o al menos culpa, requisitos generales de nuestro sistema de responsabilidad subjetiva⁴². Sobre el punto señala RODRIGUEZ GREZ que *“Una infracción de esta naturaleza exige el elemento subjetivo del delito (dolo o culpa)”*, ya que como ha señalado

³⁹ Ídem.

⁴⁰ PRADO Puga, Arturo. Acerca del Concepto de Información Privilegiada en el Mercado de Valores Chileno: su Alcance, Contenido y Límites. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 30 (2): 237-269: 2013.

⁴¹ ALCALDE Rodríguez, Enrique. Uso de Información Privilegiada: Algunas Consideración sobre el Sentido y alcance de la Prohibición en relación con su Sujeto, Objeto y Sanción. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 27 (1): 11-28: 2000.

⁴² PRADO Puga, Arturo. Acerca del Concepto de Información Privilegiada en el Mercado de Valores Chileno: su Alcance, Contenido y Límites. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 30 (2): 237-269: 2013.

el propio Tribunal Constitucional “*los principios inspiradores del orden penal contemplados en la Constitución Política de la República han de aplicarse, por regla general, al derecho administrativo sancionador, puesto que ambos son manifestaciones del ius puniendi del propio Estado*”, lo que descarta un sistema de responsabilidad objetiva en la materia⁴³, lo que, como veremos en la sección de casuística, no es compartido por la SVS, que no considera la disposición mental del sujeto⁴⁴.

Asimismo, en el mismo sentido se puede encuadrar la afirmación de RODRIGUEZ GREZ⁴⁵ en el sentido de que “*la información privilegiada implica una conducta ilícita (una prohibición legal) que limita la libertad de actuar en el mercado en función de los intereses de terceros que sufrirán un perjuicio correlativo al beneficio que consigue el infractor*”, por lo que sus normas “*deben interpretarse restrictivamente, no pudiendo extenderse a otras situaciones que no sean aquellas expresa y formalmente descritas en la ley.*”

b) Tipos calificados de información privilegiada. La Información reservada y la relacionada con inversionistas institucionales.

Conforme el artículo 164 de la LMV constituye información privilegiada la información reservada y aquella relativa a inversionistas institucionales. Respecto de la primera, nos remitimos a lo señalado anteriormente. Ahora bien, en relación a aquella relacionada con inversionistas institucionales, CAMPOS señala que la calificación especial realizada por el legislador sería sobre abundante, atendido que no existe razón para no considerar como información privilegiada la que proviene de un inversionista institucional. Para PRADO, la norma especial tiene por objeto recalcar el hecho de que los inversionistas institucionales se encuentran dentro de la hipótesis, configurando a su respecto una información hacia el mercado, más que desde el mercado⁴⁶.

⁴³ RODRIGUEZ Grez, Pablo. Comentario de jurisprudencia sobre uso de información privilegiada. Revista Actualidad Jurídica. 1 a 21, 2000, 2010.

⁴⁴ LAVÍN De Tezanos Pinto, Rodrigo. Información privilegiada y medidas de defensa del control: Análisis sistemático del caso SVS con pacto controlador del Banco de Chile. Memoria de prueba, Universidad de los Andes.

⁴⁵ RODRIGUEZ Grez, Pablo. Comentario de jurisprudencia sobre uso de información privilegiada. Revista Actualidad Jurídica. 1 a 21, 2000, 2010.

⁴⁶ PRADO Puga, Arturo. Acerca del Concepto de Información Privilegiada en el Mercado de Valores Chileno: su Alcance, Contenido y Límites. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 30 (2): 237-269: 2013.

c) Obligaciones y prohibiciones relacionadas con la información privilegiada y etapas que concurren en su uso.

i. Obligaciones y prohibiciones relacionadas con la información privilegiada.

Definido el concepto de información privilegiada, corresponde analizar las conductas que la ley manda o prohíbe en relación a ellas para luego determinar los sujetos obligados por ellas, capítulo en el cual ahondaremos en la materia objeto de este capítulo. Al respecto, el artículo 165 de la LMV consagra genéricamente dos deberes de conducta, ambos de abstención. En primer término, establece la obligación del sujeto pasivo de “guardar estricta reserva” de la información. En segundo término, prescribe la prohibición de adquirir o de recomendar la adquisición o enajenación de los valores objeto de la información privilegiada. Además, podemos agregar la obligación de velar para que los deberes señaladas no sean infraccionados por subordinados o terceros de confianza de las personas que tengan acceso a la información. Finalmente, se establecen especiales deberes de conducta. Analizaremos someramente cada uno de ellos:

a. Deber de guardar estricta reserva de la información privilegiada.

Conforme señala CAMPOS, se trata de una consecuencia lógica del concepto, atendido que permite que la información siga siendo secreta. Asimismo, hace presente que la abstención establecida por la ley no lo es en términos absolutos, ya que corresponde distinguir entre información confidencial y simples hechos objetivos, lo que en definitiva será ponderado judicialmente⁴⁷.

b. Deber de no utilizar la información privilegiada o recomendar su utilización.

Siguiendo a RIED⁴⁸, las conductas específicas prohibidas por la ley que se encontraría inmersas en el artículo 165 de la LMV serían: (a) la utilización en

⁴⁷CAMPOS Graziani, Rolando. Insider Trading o Uso Indebido de Información Privilegiada. Ediciones Metropolitana, 2006. En el mismo sentido ILLANES Ríos, Claudio. Deber de reserva, Conflicto de Intereses e Información Privilegiada. Revista del Colegio de Abogados 25: 10, 2002.

⁴⁸ RIED Undurraga, José Miguel. Fundamentos de la Prohibición del uso de la Información Privilegiada en Chile: Una Visión Crítica. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 31 (3): 439 – 463: 2013.

beneficio propio o ajeno de información privilegiada; (b) la adquisición para sí o para terceros, directa o indirectamente, de valores sobre los cuales posean información privilegiada; y, (c) valerse de la información privilegiada para obtener beneficios o evitar pérdidas. Por su parte, CAMPOS considera que las conductas de adquisición de valores y la de valerse de la información para obtener beneficios o evitar pérdidas, se contienen en la utilización de la información en beneficio propio o ajeno, por lo que el detalle sería redundante⁴⁹. Asimismo, señala que en términos genéricos el deber de abstención se contiene en el deber de guardar reserva⁵⁰.

c. Deber de velar por que los dos deberes ya señalados no sean infraccionados por subordinados o terceros de confianza de las personas que tengan acceso a la información.

Su objeto es la protección del mercado, y busca evitar que los subordinados o terceros de confianza que conozcan de la información la utilicen por interposita persona.

d) Deberes especiales de conducta.

La LMV ha establecido además ciertos deberes especiales de conducta. Así, impone ciertos deberes especiales a los auditores externos (artículos 170 y 161 inciso 6); obliga a los poseedores de información privilegiada a informar a la dirección de la compañía de que formen parte sobre determinadas operaciones, la que a su vez deberá informar a la SVS (artículo 171); y, al mismo tiempo, impone un deber de reserva a los funcionarios que presten servicios a la SVS (artículo 171).

e) Etapas que concurren en el uso de la información privilegiada.

⁴⁹ CAMPOS Graziani, Rolando. Insider Trading o Uso Indebido de Información Privilegiada. Ediciones Metropolitana, 2006.

⁵⁰ Ídem.

Ahora bien, respecto del uso de información privilegiada podemos distinguir a lo menos dos etapas temporales o lógicas relacionados con ella: una relativa al acopio de la información y la otra relativa a su utilización, la que puede ser constitutiva de infracción legal o no serla. Dicha utilización, a su vez, puede ser reflexiva o tratarse de un mero uso transitivo o de traspaso, cuando se comunica la información a un tercero⁵¹. Veremos en los capítulos siguientes la materia.

f) Sujetos pasivos de las obligaciones y prohibiciones relacionadas con la información privilegiada.

i. Reglas generales.

Establecido el concepto de información privilegiada, las conductas que la ley ordena realizar o no realizar respecto de ella, es el turno de determinar quienes son los obligados por ella. Al respecto, señala el artículo 165 de la LMV que son obligados a no divulgar ni usar información privilegiada “*cualquier persona que, en razón de su cargo, posición, actividad o relación*” tenga acceso a ella.

Como primera cuestión relevante, y pese a su evidencia, cabe señalar que el mero acceso a la información privilegiada no configura ilícito de naturaleza alguna. Es necesario, además, que se haga un usufructo o explotación de la información privilegiada, sea que el poseedor de la información la utilice en beneficio propio o de terceros, sea obteniendo una utilidad o evitando una pérdida⁵².

Pues bien, en relación al sujeto pasivo de los deberes de conducta relacionados con la información privilegiada lo constituye toda persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación tenga acceso a la misma, debiendo concurrir respecto de todos, para ser sancionados, un propósito o finalidad calificados por la ley como ilegítimos o ilícitos.⁵³

El referido concepto de sujeto activo puede dividirse en obligados directos e indirectos. Los primeros son aquellas personas que tienen una relación fiduciaria o de

⁵¹ PRADO Puga, Arturo. Acerca del Concepto de Información Privilegiada en el Mercado de Valores Chileno: su Alcance, Contenido y Límites. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 30 (2): 237-269: 2013.

⁵² Ídem.

⁵³ ALCALDE Rodríguez, Enrique. Relaciones entre el Interés Social y el Interés personal de los Directores de una Sociedad Anónima. Actualidad Jurídica. Universidad del Desarrollo. (5): 243-253: 2002.

confianza con el emisor respecto del cual se ha generado una determinada información, sea de sí mismo, de sus valores o de operaciones del mismo. Los segundos, aquellos que han obtenido información de los primeros, por razones de amistad, parentesco, etc⁵⁴, que se adecuan de mejor manera al término relación, utilizado por la norma legal.

Como se ha señalado en otro apartado de este trabajo, las personas que tienen una relación fiduciaria o de confianza con el emisor, tales como ejecutivos, directivos, accionistas, asesores o funcionarios públicos que se encuentran en una posición de acceder directamente a información privilegiada, son llamados en el derecho comparado *Insider Trading*. A su vez, quienes adquieren la información de un *insider trading* voluntaria o involuntariamente se denomina *outsider*.

No existe en el derecho comparado un criterio uniforme para determinar quién es un *insider trading*⁵⁵ ⁵⁶. El sistema norteamericano ha desarrollado un criterio subjetivista, basado en la relación de lealtad o fidelidad que el sujeto poseedor de la información tiene con la sociedad emisora de los títulos o valores (relación fiduciaria), lo que se ha extendido a personas que, sin estar dentro de tal relación, se han apropiado indebidamente de la información (*misappropriation theory*)⁵⁷. Por otra parte, en las legislaciones europeas prima un criterio objetivista, que pone acento en las características que posee la información misma objeto de la prohibición.

En el derecho chileno, la propia definición de información privilegiada, en el entendido que se trata de información no divulgada al mercado, supone la existencia de personas que tienen acceso directo a la fuente de la información, atendida la relación directa con quien la emite⁵⁸. Conforme lo anterior, ALCALDE sostiene que en nuestro país existe un criterio subjetivista que permite determinar cuando nos encontramos ante un caso de información privilegiada atendido el sujeto involucrado. En efecto, afirma que el artículo

⁵⁴ CAMPOS Graziani, Rolando. *Insider Trading o Uso Indebido de Información Privilegiada*. Ediciones Metropolitana, 2006

⁵⁵ ALCALDE Rodríguez, Enrique. *Uso de Información Privilegiada: Algunas Consideración sobre el Sentido y alcance de la Prohibición en relación con su Sujeto, Objeto y Sanción*. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 27 (1): 11-28: 2000.

⁵⁶ PRADO Puga, Arturo. *Acerca del Concepto de Información Privilegiada en el Mercado de Valores Chileno: su Alcance, Contenido y Límites*. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 30 (2): 237-269: 2013.

⁵⁷ La regla 14e de la SEC exige al tercero la concurrencia de cuatro requisitos copulativos: (i) que se trate de información relevante; (ii) que haya sabido o debido saber que se trataba de información confidencial; (iii) que se haya obtenido de una persona que tuviere un deber de fidelidad para con la sociedad; y, (iv) que la haya utilizado en beneficio propio.

⁵⁸ PRADO Puga, Arturo. *Acerca del Concepto de Información Privilegiada en el Mercado de Valores Chileno: su Alcance, Contenido y Límites*. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 30 (2): 237-269: 2013.

165 de la LMV tiene como destinatario a “cualquier persona *que en razón* de su cargo, posición, actividad o relación” tenga acceso a la información privilegiada, normativa que en consecuencia revela que nuestro ordenamiento jurídico exige un especial vínculo entre el sujeto y la sociedad de que se trate, vínculo que no es otro que la mencionada relación fiduciaria. Lo anterior se confirma con el hecho que en los casos que la LMV presume el acceso a la información privilegiada (artículo 166) se configura una relación de confianza.

Ahora bien, señala ALCALDE que no toda persona que tenga una relación de confianza con el emisor respectivo es susceptible de ser sancionado en caso que haga uso de información que reúna los requisitos de ser privilegiada, ya que la norma no alcanzaría a quienes la han generado o cogenerado. La conclusión anterior la fundamenta principalmente en los siguientes argumentos: (i) que no se pueden decir que el generador de la información ha tenido acceso a ella, pues la ha creado; (ii) quien está en posesión de información privilegiada debe guardar estricta reserva de la misma y, además, no puede adquirir los valores sobre los cuales ella versa. Si se le exigiese esto al generador de la información privilegiada, éste no podría actuar en las operaciones objeto de ella información privilegiada, por lo que ésta no llegaría siquiera a generarse, afectándose con ello su libertad económica y su derecho a la propiedad; y, (iii) porque quien genera información privilegiada es dueña de la misma, pudiendo usar, gozar y disponer de ella⁵⁹.

Respecto del tratamiento del denominado *outsider* en el ordenamiento jurídico chileno, se trata de la persona que la ha recibido de un individuo con prohibición de divulgarla. Sobre el punto, ALCALDE señala que se podría pensar que debe negarse responsabilidad al tercero, ya que, desde el momento en que la información ha sido divulgada, ha dejado de ser privilegiada. Sin embargo, concluye que debe resolverse aplicando los principios generales del Derecho, teniendo como criterio determinante el conocimiento o el deber de conocer por parte del tercero que la información era de carácter confidencial y que su adquisición ha sido ilegítima⁶⁰.

⁵⁹ ALCALDE Rodríguez, Enrique. Uso de Información Privilegiada: Algunas Consideración sobre el Sentido y alcance de la Prohibición en relación con su Sujeto, Objeto y Sanción. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 27 (1): 11-28: 2000.

⁶⁰ ALCALDE Rodríguez, Enrique. Uso de Información Privilegiada: Algunas Consideración sobre el Sentido y alcance de la Prohibición en relación con su Sujeto, Objeto y Sanción. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 27 (1): 11-28: 2000.

En el mismo sentido, debemos agregar que la SVS está facultada para determinar ciertas hipótesis de relación (artículo 100 N° 4 de la LMV), por lo que se puede concluir que el ordenamiento jurídico chileno contempla un concepto amplio de sujeto pasivo de los deberes relacionados con la información privilegiada.

ii. Presunciones legales de sujetos pasivos de información privilegiada.

El artículo 166 de la LMV establece diversas presunciones simplemente legales de acceso a información privilegiada⁶¹. La primera presunción alcanza a los *“Directores, gerentes, administradores y liquidadores del emisor o del inversionista institucional, en su caso”* (artículo 166 letra a) de la LMV), norma que es desarrollada por la letra a) del mismo artículo que señala *“Las personas indicadas en la letra a) precedente, que se desempeñan 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”*.

Los directores de empresas son personas que tienen acceso a información por su calidad de miembros del mercado, en virtud de una relación laboral y, eventualmente, económica con la sociedad de que forman parte⁶². Para PRADO, se trata de personas que estarían dentro del término “cargo” empleado por el artículo 165 de la LMV, el cual se extiende a quienes se desempeñan como ejecutivos del emisor, de un inversionista

⁶¹ “ARTÍCULO 166: Se presume que tienen acceso a información privilegiada, las siguientes personas:

- a) Los directores, gerentes, administradores y liquidadores del emisor o del inversionista institucional, en su caso;
- b) Las personas indicadas en la letra a), que se desempeñen en una sociedad que tenga la calidad de matriz o coligante controlador de la emisora cuyos valores se trate o del inversionista institucional en su caso y
- c) Los directores, gerentes, administradores, apoderados, asesores financieros u operadores, de intermediarios de valores. Tratándose de las personas indicadas en la letra c) del inciso precedente, la presunción señalada se entenderá referida exclusivamente a la información privilegiada definida en el inciso segundo del artículo 164, y también respecto de la información que tuvieren sobre la colocación de acciones de primera emisión que les hubiere sido encomendada.

También se presume que tienen información privilegiada, en la medida que puedan tener acceso directo al hecho objeto de la información, las siguientes personas:

- a) los auditores externos e inspectores de cuenta del emisor, así como los socios y administradores de las sociedades de auditoría;
- b) 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;
- c) Los dependientes que trabajen bajo la dirección o supervisión directa de los directores, gerentes, administradores o liquidadores del emisor o del inversionista institucional;
- d) Las personas que presente servicios de asesoría permanente o temporal al emisor;
- e) Los funcionarios públicos independientes de las instituciones que fiscalicen a emisores de valores de oferta pública o a fondos autorizados por ley, y
- f) Los cónyuges o parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad, de las personas señaladas en la letra a) del inciso primero.”

⁶² CAMPOS Graziani, Rolando. Insider Trading o Uso Indebido de Información Privilegiada. Ediciones Metropolitana, 2006.

institucional u órgano fiscalizador⁶³. Como se aprecia de la cita efectuada, el artículo 166 letras a), b) y d) de la LMV presume además que tienen acceso a información privilegiada los gerentes, administradores y liquidadores del emisor o inversionista institucional, y asimismo, cuando se desempeñen en una sociedad que tenga la calidad de matriz o coligante controlador de la emisora o inversionista institucional y cuando sean directores de intermediarios de valores⁶⁴. Todas estas presunciones se justifican por la función desempeñada y la relación directa con la fuente de la información⁶⁵.

Por último, hacemos presente que las obligaciones de los directores respecto de la información privilegiada guarda una correcta correlación con sus obligaciones en cuanto administradores de sociedades anónimas, establecida por el artículo 43 de la LSA que establece que los directores deben *“guardar reserva respecto de los negocios de la sociedad y de la información social a que tengan acceso en razón de su cargo y que no haya sido divulgada “oficialmente por la compañía”*⁶⁶.

En segundo término, el artículo 166 de la LMV establece presunciones de acceso a información privilegiada respecto de personas que pueden tener acceso a ella por su relación más o menos directa con las personas del primer grupo, o bien con el emisor de valores⁶⁷. La ley exige tener acceso directo al hecho objeto de la información, ya que no tienen un vínculo directo con la fuente.

En relación a los auditores externos, ellos son fuente de información de una compañía, personas que dentro del concepto del artículo 165 de la LMV pueden encuadrarse dentro del término “posición”, como señala PRADO⁶⁸, y que tienen una

⁶³ PRADO Puga, Arturo. Acerca del Concepto de Información Privilegiada en el Mercado de Valores Chileno: su Alcance, Contenido y Límites. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 30 (2): 237-269: 2013.

⁶⁴ Respecto al último caso, la reforma efectuada el año 2000 por la ley 19.705 limita la presunción del artículo 166, ya que ahora se refiere exclusivamente a la información definida en el inciso segundo del artículo 164 y también respecto de la información que tuvieron sobre la colocación de acciones de primera emisión que les hubiere sido encomendada.

⁶⁵ PRADO Puga, Arturo. Acerca del Concepto de Información Privilegiada en el Mercado de Valores Chileno: su Alcance, Contenido y Límites. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 30 (2): 237-269: 2013.

⁶⁶ ALCALDE Rodríguez, Enrique. Uso de Información Privilegiada: Algunas Consideración sobre el Sentido y alcance de la Prohibición en relación con su Sujeto, Objeto y Sanción. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 27 (1): 11-28: 2000.

⁶⁷ CAMPOS Graziani, Rolando. Insider Trading o Uso Indebido de Información Privilegiada. Ediciones Metropolitana, 2006.

⁶⁸ PRADO Puga, Arturo. Acerca del Concepto de Información Privilegiada en el Mercado de Valores Chileno: su Alcance, Contenido y Límites. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 30 (2): 237-269: 2013.

relación más o menos directa con las personas y empresas del primer grupo⁶⁹. Debemos hacer presente que, conforme el artículo 170 de la LMV, los auditores externos que auditen estados financieros de inversionistas institucionales o de intermediarios de valores deberán pronunciarse sobre los mecanismos de control interno que aquellos y éstos se impongan, para velar por el fiel cumplimiento de las normas del título XXI como sobre los sistemas de información y archivo, para registrar el origen, destino y oportunidad de las transacciones que se efectúen con los recursos propios o de terceros que administren o intermedien. Lo anterior los constituye en garantes del cumplimiento del Título XXI de la LMV, pudiendo ser eventualmente responsables en conjunto con quien utilice la información privilegiada por los daños ocasionados a accionistas, terceros y a la compañía⁷⁰.

Por último, reviste interés referirse a la situación en que se encuentran los dependientes de las personas que tienen acceso habitual a información privilegiada y, asimismo, terceras personas vinculadas con los segundos. Al respecto, señala la letra c) del inciso 3° del artículo 166 de la LMV que se encuentran sujetos a la presunción de acceso a información privilegiada “*Los dependientes que trabajen bajo la dirección o supervisión directa de los directores, gerentes, administradores o liquidadores del emisor o del inversionista institucional*” y, por su parte, la letra f) del mismo artículo señala que son sujetos de la misma presunción “*Los cónyuges o parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad, de las personas señaladas en la letra a) del inciso primero*”.

En general, a estas personas no es factible aplicarles la presunción de acceso, ya que se exige un conocimiento efectivo del carácter privilegiado de la información.

g) Sanciones a que da lugar el incumplimiento de las obligaciones relaciones con la información privilegiada.

Pues bien, analizado en concepto, obligaciones y sujetos obligados por los deberes de conducta relacionados con la información privilegiada, corresponde señalar las acciones que pueden interponerse en caso de uso de información privilegiada y, asimismo, las sanciones civiles, penales y administrativas a que se arriesga el infractor.

⁶⁹ CAMPOS Graziani, Rolando. Insider Trading o Uso Indebido de Información Privilegiada. Ediciones Metropolitana, 2006.

⁷⁰ SALAH Abusleme, María Agnes. Responsabilidad por uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores. Memoria de Prueba, Universidad de Chile, 2002.

h) Sanciones aplicables al uso de información privilegiada.

Antes de analizar de modo específico el ámbito administrativo, civil y penal, corresponde preguntarse respecto de cual es la específica sanción establecida por la ley en la materia y, en dicho caso, si es admisible un sistema de pluralidad de acciones y sanciones.

Al respecto, ALCALDE es de la opinión de que la infracción a la norma contenida en el artículo 165 de la LMV sólo puede sancionarse por medio de la indemnización de los perjuicios ocasionados, escapando en consecuencia del régimen general de sanciones administrativas que la ley autoriza a imponer a la Superintendencia de Valores y Seguros (artículos 27 y 28 de su ley orgánica, Decreto Ley n° 3.538)⁷¹. Fundamenta esta posición en base a lo dispuesto por el artículo 172 inciso primero de la LMV que dispone: *“Toda persona perjudicada por las actuaciones que impliquen infracción a las disposiciones del presente Título, tendrá derecho a demandar indemnización en contra de las personas infractoras.”* Señala por su parte el inciso tercero que *“las personas que hayan actuado en contravención a lo establecido en este Título, deberán entregar a beneficio fiscal, cuando no hubiere otro perjudicado, toda utilidad o beneficio pecuniario que hubieren obtenido a través de transacciones de valores del emisor de que se trate”*, con el objeto de evitar un enriquecimiento ilícito en el caso de no existir un tercero perjudicado⁷². Las normas anteriores establecerían claramente que, sólo en defecto de la indemnización de perjuicios, hay responsabilidad administrativa. Argumenta en base a las siguientes razones:

(a) Las sanciones administrativas, atendida que sólo tienen una diferencia de cantidad y no de calidad con las sanciones penales, se rigen por sus mismos principios. Luego, se le aplican el principio de reserva o legalidad en virtud del cual no corresponde sancionar conductas que no se hayan descrito expresamente.

b) En las normas en estudio, no existe ninguna referencia a la aplicación de las sanciones administrativas que puede imponer la Superintendencia. A mayor abundamiento, en la Historia Fidedigna de la ley se dejó constancia de la voluntad de rechazar la aplicación de

⁷¹. ALCALDE Rodríguez, Enrique. Uso de Información Privilegiada: Algunas Consideración sobre el Sentido y alcance de la Prohibición en relación con su Sujeto, Objeto y Sanción. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 27 (1): 11-28: 2000.

⁷² Ídem.

sanciones administrativas en materia de información privilegiada, atendido que los infractores quedarían sujetos a las sanciones penales de la nueva letra e) del artículo 60 de la LMV (...), sin perjuicio de las *restituciones civiles* por su aprovechamiento⁷³.

(c) El artículo 55 de la LMV, norma general en materia de sanciones, establece claramente que el infractor de la LMV está obligado a la indemnización de perjuicios, lo cual no obsta a las sanciones administrativas o penales que pudieren corresponderle. Sin embargo, el artículo 58 de la LMV, desarrollando la materia, establece que la Superintendencia tiene facultad para aplicar las sanciones y apremios contenidos en la su ley orgánica y, asimismo, las administrativas *de la presente ley*.

Como puede apreciarse, los preceptos anteriores reconocen que la potestad sancionadora de la superintendencia requiere de un texto legal expreso que la confiera, no siendo suficientes remisiones de tipo genérico. Por lo mismo, cabe destacar que cuando la ley ha querido aplicar una sanción administrativa, lo ha señalado expresamente (artículos 11, 56, 63, 65 de la LMV), lo que se omite tratándose del artículo 172 de la LMV, por lo que forzoso es concluir que en los casos en que la ley guardó silencio la Superintendencia carece de facultades sancionatorias, adoleciendo de nulidad de derecho público el acto administrativo en que se llegasen a aplicar⁷⁴.

i) Sanciones Administrativas.

Sin perjuicio de lo señalado en el apartado anterior, la Superintendencia de Valores y Seguros aplica sanciones administrativas en virtud de lo dispuesto por el artículo 58 inciso 1º de la LMV. Las sanciones son delineadas por el Decreto Ley N° 3538, destacando la censura, multa a beneficio fiscal hasta por UF 15.000 por sociedad, pudiendo triplicarse en casos de reincidencia y, por último, la revocación de la autorización de existencia de la sociedad. En cuanto al monto de las multas, deberá establecerse en función de la gravedad y las consecuencias del hecho, la capacidad económica del infractor y si ha cometido otras infracciones de cualquier naturaleza en los últimos 24 meses (DL. 3.538 artículo 27 inciso 2º). En cuanto al sujeto pasivo de las sanciones, se pueden aplicar tanto a la sociedad, como

⁷³ Sesión del Senado n° 18 de 14.12.93.

⁷⁴ ALCALDE Rodríguez, Enrique. Uso de Información Privilegiada: Algunas Consideración sobre el Sentido y alcance de la Prohibición en relación con su Sujeto, Objeto y Sanción. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 27 (1): 11-28: 2000.

a los directores, gerentes, dependientes o inspectores de cuentas o liquidadores, según lo determine la Superintendencia (DL 3538 art. 27 inc. 3°).

Por último, en cuanto a la prescripción, existe un plazo de 4 años contados desde que termine de cometerse el hecho u omisión y, asimismo, un plazo de prescripción de la respectiva acción de cobro de 2 años desde que se haya hecho exigible la multa.

j) Sanciones Civiles.

Como se señaló anteriormente, parte de la doctrina estima que, por sobre la responsabilidad administrativa, es la responsabilidad civil el campo de acción de la información privilegiada. Sobre el punto el artículo 172 de la LMV dispone *“Toda persona perjudicada por actuaciones que impliquen infracción a las disposiciones del presente título, tendrá derecho a demandar indemnización en contra de las personas infractoras”*.

La legitimación pasiva ya ha sido analizada. En cuanto a los sujetos activos de la acción de indemnización de perjuicios, la norma citada señala que puede demandar indemnización de perjuicios “toda persona perjudicada”, siendo único requisito el haber sufrido un perjuicio producto de la infracción de las obligaciones y deberes relacionados con la información privilegiada. En caso de no existir perjudicados el inciso 3° del artículo 172 de la LMV dispone que *“Las personas que hayan actuado en contravención a lo establecido en este título, deberán entregar a beneficio fiscal, cuando no hubiere otro perjudicado, toda utilidad o beneficio pecuniario que hubieren obtenido a través de transacciones de valores del emisor de que se trate”*. Sobre el punto, CAMPOS señala que esta sanción, denominada *“swing out profing rule”* en el derecho anglosajón, más que una multa se trata de una especie de nulidad civil al retroceder al sujeto al estado patrimonial en que se encontraba antes de la operación⁷⁵.

Ahora bien, el artículo 172 de la LMV tiene como base lo dispuesto por el artículo 165 del mismo cuerpo legal, que establece dos conductas prohibidas susceptibles de causar daño: (a) La divulgación de información que según el artículo 164 reúna los elementos de información privilegiada; y, (b) La utilización de dicha información con la finalidad de obtener un beneficio, propio o ajeno, al adquirir para sí o terceros, directa o indirectamente,

⁷⁵ CAMPOS Graziani, Rolando. Insider Trading o Uso Indebido de Información Privilegiada. Ediciones Metropolitana, 2006.

los valores sobre los cuales posea información privilegiada. En este punto, las sanciones civiles tienen un campo de aplicación más amplio que las penales, ya que éstas sólo castigan el efectuar transacciones u operaciones de valores de oferta pública cuando se hubiere usado deliberadamente información privilegiada, concepto que para ALCALDE el ámbito penal exclusivamente a actos jurídicos de carácter bilateral, excluyéndose por ello la mera divulgación, cuestión sancionable en materia civil⁷⁶.

Asimismo, anota ALCALDE que el ámbito penal restringe el objeto de la transacción, que se circunscribe a valores de oferta pública -ofertado públicamente en general o a ciertos sectores o a grupos específicos del mercado- y, en cambio, el artículo 165 de la LMV alude simplemente a “valores”⁷⁷, los cuales podrán consistir en cualesquiera títulos transferibles, incluyendo acciones, opciones de compra y venta de acciones, bonos, debentures, cuotas de fondos mutuos, planes de ahorro, efectos de comercio, y en general, todo título de crédito o inversión^{78 79}.

En lo que se refiere al factor de imputabilidad, la responsabilidad civil requiere que el sujeto pasivo haya *conocido y querido*⁸⁰ un beneficio propio o ajeno a través de la divulgación de la información o ejecución de una conducta en aprovechamiento de tal información, lo que difiere en el ámbito penal, en que se requiere un uso “deliberado” de la información, lo que para ALCALDE significa que el dolo sea “específico” o “directo”⁸¹.

En cuanto a la prescripción, el artículo 172 dispone que “*La acción para demandar perjuicios prescribirá en cuatro a partir de la fecha en que la información privilegiada haya sido divulgada al mercado y al público inversionista*”. Como puede apreciarse, la norma equipara la divulgación de la información privilegiada con la generación de los perjuicios, lo que no necesariamente ocurre al mismo tiempo, más aun en el caso en que la información no se publique pero si existan perjudicados⁸².

⁷⁶ ALCALDE Rodríguez, Enrique. Uso de Información Privilegiada: Algunas Consideración sobre el Sentido y alcance de la Prohibición en relación con su Sujeto, Objeto y Sanción. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 27 (1): 11-28: 2000.

⁷⁷ Ídem.

⁷⁸ Ley N° 18.045, Art. N°3. CHILE. Ley de Mercado de Valores, 1981.

⁷⁹ Ley N° 18.045, Art. N°4. CHILE. Ley de Mercado de Valores, 1981.

⁸⁰ NAQUIRA Riveros, Jaime. Derecho Penal. Teoría del delito I. Santiago, Chile, Ediciones Mc Graw-Hill, 1998.

⁸¹ ALCALDE Rodríguez, Enrique. Uso de Información Privilegiada: Algunas Consideración sobre el Sentido y alcance de la Prohibición en relación con su Sujeto, Objeto y Sanción. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 27 (1): 11-28: 2000.

⁸² CAMPOS Graziani, Rolando. Insider Trading o Uso Indebido de Información Privilegiada. Ediciones Metropolitana, 2006.

k) Sanciones Penales. Breve reseña.

Las sanciones penales respecto de la información privilegiada están establecidas en el Título XI de la LMV. El tipo penal específico es el contemplado por el artículo 60 letra e) de la LMV que dispone: “*Sufrirán las penas de presidio menor en cualquiera de sus grados: e) Las personas a que se refiere el artículo 166 que al efectuar transacciones u operaciones de valores de oferta pública, de cualquier naturaleza en el mercado de valores o en negociaciones privadas, para sí o para terceros, directa o indirectamente, usaren deliberadamente información privilegiada*”.

Como puede apreciarse, la norma configura un delito de peligro, esto es, uno que se fundamenta no en la violación efectiva de un bien jurídico protegido, sino que en la puesta en peligro de la integridad o seguridad del mismo⁸³, razón por la cual no es necesario que se produzca un beneficio para el autor o terceros⁸⁴.

En cuanto al sujeto activo del tipo penal, se circunscribe a las personas que la ley presume que tienen acceso o cuentan con esta clase de información, dada la remisión que hace el artículo al artículo 166 de la LMV, previamente citado. *A contrario sensu*, no cabe sancionar criminalmente al tercero que entra en conocimiento de información privilegiada por parte de otra persona que se encuentra legalmente impedido de proporcionar dicha información⁸⁵. En cuanto al elemento subjetivo sólo se sanciona la comisión dolosa. No obstante lo anterior, autores como CAMPOS afirman que en materia penal el tipo se configura cuando concurre la utilización de la información, su comunicación a terceros y la falta de cuidado en su resguardo, sancionando objetivamente tales conductas sin circunscribirlas sólo a la comisión dolosa⁸⁶. En el campo práctico, aún no hay antecedentes de aplicación efectiva de penas privativas de libertad en esta materia.

⁸³ NAQUIRA Riveros, Jaime. Derecho Penal. Teoría del delito I. Santiago, Chile, Ediciones Mc Graw-Hill, 1998

⁸⁴ ALCALDE Rodríguez, Enrique. Uso de Información Privilegiada: Algunas Consideración sobre el Sentido y alcance de la Prohibición en relación con su Sujeto, Objeto y Sanción. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 27 (1): 11-28: 2000.

⁸⁵ ALCALDE Rodríguez, Enrique. Uso de Información Privilegiada: Algunas Consideración sobre el Sentido y alcance de la Prohibición en relación con su Sujeto, Objeto y Sanción. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 27 (1): 11-28: 2000.

⁸⁶ CAMPOS Graziani, Rolando. Insider Trading o Uso Indebido de Información Privilegiada. Ediciones Metropolitana, 2006.

Finalmente hacemos mención al artículo 55 de la LMV que en su inciso segundo establece que por las personas jurídicas responderán civil, administrativa y penalmente sus administradores o representantes legales, salvo que conste su falta de participación o su oposición al hecho constitutivo de la infracción.

1) **Concurso de acciones y sanciones penales y administrativas.**

El problema de concurso de sanciones se produce respecto de la responsabilidad administrativa y la penal, atendido que, conforme parte de la doctrina, ambas sólo difieren desde una perspectiva cuantitativa, mas no cualitativa.

Si se piensa que existe una diferencia cuantitativa entre unas y otras, no pueden aplicarse sanciones administrativas y penales conjuntamente, ya que de lo contrario se violaría el principio *non bis in ídem*⁸⁷. Por el contrario, si se reconoce una diferencia cualitativa, un mismo hecho podría ser base de un ilícito penal y administrativo.

CAPÍTULO 7. EL DIRECTOR DE SOCIEDAD ANÓNIMA. RESEÑA DE DEBERES Y RESPONSABILIDADES EN MATERIA DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

En los capítulos precedentes hemos analizado la información privilegiada en términos generales, con el objetivo de dar cuenta brevemente de la cuestión a nivel nacional y comparado. Cabe ahora analizar al director de sociedad anónima, con el objetivo de tener a la vista los específicos deberes y principios que los rigen y sujetan, elementales a la hora de analizar la jurisprudencia judicial y administrativa objeto de este estudio.

7.1 El gobierno de las sociedades anónimas en Chile

Las sociedades anónimas se rigen en lo referido a su administración por la LSA y la LMV y, en menor medida, por otros cuerpos normativos como la Ley General de Bancos

⁸⁷SALAH Abusleme, María Agnes. Responsabilidad por uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores. Memoria de Prueba, Universidad de Chile, 2002.

(DFL 3 de 1997), la Ley sobre Compañías de Seguros (DFL 251) y la Ley de Quiebras, Ley N° 18.175.

Pues bien, dicha administración ha sido encasillado por la doctrina bajo el concepto de gobierno corporativo, que en Chile fue introducido por la Ley 19.705 con el objetivo de modernizar la estructura de distribución de poderes de la moderna sociedad anónima⁸⁸, y que según PFEFFER da cuenta de “*aquel conjunto de mecanismos que aseguran a los proveedores de recursos financieros un justo retorno de su inversión*”⁸⁹.

El gobierno corporativo puede ser analizado en cuanto a su contenido desde un punto de vista restringido y uno amplio. Desde un punto de vista restringido EYZAGUIRRE COURT señala que el Gobierno Corporativo es el sistema eficiente de administración y control de la sociedad anónima, mediante mejoras en su gestión y funcionamiento, en el control externo, en información de calidad y eficiente circulación de la misma y en la resolución de conflictos de intereses⁹⁰. Por su parte, desde un punto de vista amplio incluye materias tales como la responsabilidad de directores y gerentes, métodos de representación en las juntas, uso de información privilegiada, fines societarios, pactos de accionistas, facultades de los accionistas minoritarios, actuación de inversores institucionales, bancos y mercado financiero⁹¹.

Por otro lado, el gobierno corporativo puede ser analizado desde un punto de vista privado y uno público. Desde el punto de vista privado tiene relación con la maximización del valor de la empresa, un mayor grado de competitividad y eficiencia en el mercado e incremento del patrimonio de los accionistas. Desde el punto de vista del interés público los administradores tendrían la responsabilidad de alinear el interés de la sociedad con el interés de la comunidad⁹².

En lo que se refiere a quién ejerce el gobierno corporativo, sus funciones y responsabilidades en Chile se radican en el Directorio, órgano de administración colegiado cuya elección y remoción compete a la junta de accionistas, conforme lo dispone el artículo

⁸⁸ BERNET Páez, Manuel Antonio. El gobierno de las sociedades abiertas. Revista de Derecho. Valdivia, 2004.

⁸⁹ PFEFFER Urquiaga, Francisco. Nuevas Normas sobre Gobiernos Corporativos y Mayores Responsabilidades para los Directores de Sociedades Anónimas. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 27 (3): 113-141: 2001.

⁹⁰ EYZAGUIRRE Court, Cristián. Introducción al Corporate Governance. (Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales). Santiago, Chile, Escuela de Derecho, Universidad de Chile, 2001.

⁹¹ EYZAGUIRRE Court, Cristián. Introducción al Corporate Governance. (Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales). Santiago, Chile, Escuela de Derecho, Universidad de Chile, 2001.

⁹² Ídem.

31 de la LSA. Se trata de un órgano jurídicamente distinto de las personas que lo componen y que actúa por y a nombre de la sociedad, radicándose los efectos jurídicos de sus actos en la sociedad misma o en los directores individualmente considerados⁹³, en caso que sobrepasen los límites de sus facultades.

BERNET señala como consecuencias jurídicas del modelo de responsabilidad recién descrito que “*los directivos de las sociedades poseen el poder de adoptar decisiones empresariales cuyos riesgos no soportarán, sino los accionistas*” y que “*puede acontecer que los ejecutivos adopten decisiones que tengan únicamente por fin obtener una ganancia personal, en desmedro del interés social*”⁹⁴, lo que pasaremos a analizar a continuación, dentro del marco de nuestro estudio.

7.2 El Directorio

Como adelantamos, nuestro ordenamiento jurídico ha encomendado la administración de la sociedad anónima por medio de una norma de orden público a un órgano colectivo denominado directorio, todo lo cual no impide que la ejecución de sus decisiones recaiga en gerentes, subgerentes y otros empleados de la sociedad, ya que la decisión⁹⁵.

En cuanto a sus atribuciones, el artículo 10 inciso 1° de la LSA establece que el directorio de una sociedad anónima la representa judicial y extrajudicialmente, estando investido para el cumplimiento del objeto social de todas las facultades de administración y disposición que la ley o el estatuto no establezcan como privativas de la junta general de accionistas.

Como se adelantó, en el ejercicio de sus funciones el directorio es un órgano colectivo y de esa manera responde ante los accionistas, pero es preciso señalar que ello no obsta a su calidad de titular y sujeto pasivo de ciertos derechos y deberes y su consecuencial responsabilidad en caso de cometer hechos ilícitos de tipo civil o penal, entre

⁹³ OCHOA Salaber, Carlos. *Gobiernos Corporativos y Deber Fiduciario de los Directores de Sociedades Anónimas*. (Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales). Santiago, Chile, Escuela de Derecho, Pontificia Universidad Católica de Chile, 2003.

⁹⁴ BERNET Páez, Manuel Antonio. *El gobierno de las sociedades abiertas*. Revista de Derecho. Valdivia, 2004.

⁹⁵ ARZOLA, C. y ABUTER, V. *La Información Privilegiada en el Mercado de Valores, Memoria de Prueba*. Universidad Central, 1997.

los cuales se encuentran las infracciones relacionadas con el uso indebido de información privilegiada.

7.2.1 Obligaciones

Entre el director y la sociedad anónima existe una relación de confianza o fiduciaria que delimita y configura los deberes de conducta a que el primero se encuentra sujeto. Sobre la materia, nuestra legislación establece tres deberes principales, idénticos a los establecidos por el derecho norteamericano, a saber, el “*Duty of care*” (deber de prepararse e informarse), “*Duty of disclosure*” (deber de informar a la junta) y “*Duty of loyalty*” (deber de lealtad).

En ese sentido el artículo 41 de la LSA establece que los directores se encuentran obligados a desplegar en el ejercicio de sus funciones el cuidado y diligencia que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios, lo que según BARROS comprende la asistencia a las sesiones de directorio, el ejercicio de sus funciones sobre una base informada y la actuación de buena fe⁹⁶.

Por otro lado, el director debe informar a los accionistas y al público con información veraz, suficiente y oportuna de todo hecho esencial relativo a sus negocios, según señala el artículo 10 de la LMV, e informar su opinión respecto de la conveniencia o inconveniencia de una Oferta Pública de Acciones, según prescribe el artículo 207 de la LMV. Evidente resulta que para poder cumplir estas obligaciones el director debe tener el derecho a ser informado completamente de la marcha de la empresa, según prescribe el artículo 39 inc. 2° de la LSA.

La ley señala otras obligaciones de los directores, tales como: (i) respetar la ley interna de la sociedad, es decir, sus estatutos, (art. 42 n° 7 de la LSA); (ii) no delegar sus funciones (art. 39 inc 1° de la LSA), ya que la ley quiere un ejercicio personal del cargo de director, sin perjuicio de la existencia de los directores suplentes; (iii) abstenerse de ejecutar cualquier actuación ilegal (art. 42 n° 3,4 y 7 de la LSA), sin perjuicio de la responsabilidad penal que pueda recaer por estos actos; (iv) Guardar reserva respecto de materias relacionadas con la sociedad (art. 43 de la LSA).

⁹⁶ BARROS Bourie, Enrique. Tratado de Responsabilidad Extracontractual. Santiago, Chile, Editorial Jurídica de Chile, 2010.

En esta materia cabe mencionar la tendencia a elaborar códigos de conducta o de principios en el actuar de los directores. Así lo ha hecho la asociación española de directivos elaborando un decálogo de principios, entre los cuales destacamos los siguientes: (i) Establecer un contrato “moral” de comunidad de intereses con la propiedad que permita generar compromiso, visión compartida y responsabilidad mutua; (ii) El director deberá ser fiel, transparente y ágil en la información suministrada a la propiedad; (iii) El Director debe cuidar el equilibrio entre los diversos grupos de interés que interactúan en la empresa como comunidad de intereses compartidos; (iv) el Director debe buscar el equilibrio empresarial entre el corto y el largo plazo, para asegurar sostenidamente las expectativas de futuro de la propiedad y de la empresa; (v) el Director debe conjugar con lealtad la carrera profesional propia con los intereses legítimos de la empresa; (vi) el Director deberá actuar en todo momento conforme a los principios de ética en los negocios⁹⁷.

7.2.2 Breve reseña del sistema de responsabilidad civil de la sociedad anónima

Conforme nuestro ordenamiento jurídico las sociedades responden personalmente, como hechos propios, de los actos de sus órganos⁹⁸ y representantes⁹⁹, tanto contractual como extracontractualmente, incluso si han actuado fuera del objeto social o de sus atribuciones¹⁰⁰, sin perjuicio de la responsabilidad personal de los administradores por los ilícitos en que incurran en perjuicio directo de terceros¹⁰¹.

Sobre esta base, cabe distinguir una responsabilidad externa y otra interna. La primera, respecto de los ilícitos cometidos en la gestión de los administradores de sociedades ante terceros ajenos a la sociedad y, la segunda, correspondiente a la responsabilidad que surge para con la sociedad y con los accionistas en razón del ejercicio de su cargo¹⁰².

Acerca de la responsabilidad externa señala BARROS que en rigor los accionistas de la sociedad también son terceros, ya que directores y gerentes carecen de una relación

⁹⁷ Asociación Española de Directivos AED, *Decálogo del Directivo*, Mayo 2004.

⁹⁸ Ley N° 18.046 Artículos 31 y 40. CHILE. Ley sobre Sociedades Anónimas, 1981.

⁹⁹ Ley N° 18.046 Artículos 49 y 50. CHILE. Ley sobre Sociedades Anónimas, 1981.

¹⁰⁰ BARROS Bourie, Enrique. *Tratado de Responsabilidad Extracontractual*. Santiago, Chile, Editorial Jurídica de Chile, 2010.

¹⁰¹ Ídem.

¹⁰² Ídem.

personal con ellos ya que solo la tienen con la sociedad, sin perjuicio de que la ley progresivamente los ha ido incorporando en el ámbito de protección en el ámbito de las relaciones internas¹⁰³.

En lo que se refiere a la responsabilidad interna, para BARROS los directores y gerentes, al recaer su nombramiento en la junta y encontrarse regulados sus deberes por la ley y el estatuto, no tienen una verdadera relación contractual con la sociedad y consecuentemente no se encuentran obligados con ella, sino que tienen potestades como órganos de la sociedad y deberes de conducta correlativos a aquéllas, lo que permite una calificación orgánica de su relación con ella y no contractual, independiente de la relación laboral que puedan tener además¹⁰⁴. Ello determina que las reglas aplicables a los actos ilícitos que cometan son las de la responsabilidad extracontractual, la que el autor antes citado además califica como regla general en nuestro derecho.

Por último, cabe señalar que las normas que rigen los deberes de los directores y su consecuencial responsabilidad civil son de orden público, como establece el artículo 41 inciso 2 de la LSA.

7.2.3 El deber de lealtad del Director de Sociedad Anónima y el interés social

En primer lugar, es necesario señalar que el deber de lealtad del director de sociedad anónima se predica tanto respecto de la sociedad como de todos sus accionistas. Fiel expresión de lo anterior es el artículo 39 inciso 3° de la LSA, que dispone perentoriamente que los directores elegidos por un grupo o clase de accionistas tienen los mismos deberes para con la sociedad y los demás accionistas que los directores restantes, no pudiendo faltar a éstos y a aquella con el pretexto de defender los intereses de quienes los eligieron¹⁰⁵.

En el cumplimiento del deber de lealtad cada director debe perseguir y resguardar el interés social (artículos 39 inciso 3, 42 n° 1 y 42 n° 7, todos de la LSA), lo que a su vez implica el deber de no adoptar decisiones que tengan por fin su interés personal en perjuicio

¹⁰³ Ídem.

¹⁰⁴ Ídem.

¹⁰⁵ SALAH Abusleme, María Agnes. Responsabilidad por uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores. Memoria de Prueba, Universidad de Chile, 2002.

de la sociedad y accionistas, ni usar el cargo para obtener beneficios indebidos sea para sí o terceros, como cónyuges, parientes, sociedades relacionadas, todo ello en perjuicio de la sociedad. (artículo 42 n° 2, 5, 6 y 7 de la LSA). Ejemplos concretos del deber de lealtad son la prohibición de usar en beneficio propio las oportunidades comerciales que representen un beneficio social (42 n° 6 de la LSA) y el deber de informar todas las ocasiones en que se generen conflictos de interés (art. 44 de la LSA).

Surge la necesidad de determinar cual es la fuente del deber de lealtad con la sociedad. Conforme nos señala BARROS este deber nace de la relación fiduciaria que tienen los administradores de intereses ajenos, y que tiene como consecuencia que el director subordine sus propios intereses a los de la sociedad cuando actúa en ejercicio de su cargo¹⁰⁶. Este principio se expresa legalmente en la regla del artículo 39 de la LSA ya citado y en la prohibición de usar el cargo para la obtención de ventajas indebidas para sí o terceros en perjuicio de la sociedad (artículo 42 n° 6 y 7 de la LSA)¹⁰⁷.

Hemos descrito el deber de lealtad en este y capítulos anteriores y al director de sociedad anónima, brevemente a los efectos de este estudio. En dichas aproximaciones hemos sentado como principio, tomando como base la ley, que el director de sociedad anónima debe actuar conforme al interés social, al cual debe supeditar sus intereses personales, cuestión que nos obliga a detenernos precisamente en dicho concepto.

Al respecto, no existe consenso en la doctrina y jurisprudencia respecto del concepto, sentido y alcance del interés social, ya que se propugnan por un lado las doctrinas *contractualistas* y por otro lado las *institucionalistas*¹⁰⁸.

a) Corrientes contractualistas.

Los autores que propugnan la postura contractualista señalan que el interés social es uno de los elementos que integran o forman parte del contrato de sociedad como parte de la

¹⁰⁶ BARROS Bourie, Enrique. Tratado de Responsabilidad Extracontractual. Santiago, Chile, Editorial Jurídica de Chile, 2010.

¹⁰⁷ BARROS Bourie, Enrique. Tratado de Responsabilidad Extracontractual. Santiago, Chile, Editorial Jurídica de Chile, 2010.

¹⁰⁸ ALCALDE Rodríguez, Enrique. Relaciones entre el Interés Social y el Interés personal de los Directores de una Sociedad Anónima. Actualidad Jurídica. Universidad del Desarrollo. (5): 243-253: 2002.

estructura contractual de ella. Sobre esa base existen diversos tipos de nociones, por ejemplo, aquellas que entienden el interés social como la sumatoria de los intereses individuales del total de accionistas y aquellas que lo relacionan con el interés que representa la mayoría de los socios.

Esta corriente plantea que las legislaciones deben facilitar la creación de un mercado en que los distintos equipos directivos luchen por el control de las grandes sociedades teniendo como función la protección de los accionistas, posibilitar así el reemplazo de la plana ejecutiva ineficaz a través de procesos de tomas de control de la sociedad y, por otra parte, la motivación por un uso eficiente de los recursos por parte de los “managers” de la sociedad¹⁰⁹.

En nuestro derecho, ALCALDE, asumiendo un concepto contractualista de interés social, lo vincula con los requisitos del acto jurídico de la causa y el objeto, atribuyéndole en consecuencia al concepto una dimensión objetiva y abstracta y ajena a elementos personales o psicológicas de los accionistas.

En función de lo anterior, define el interés social como *“aquello que hallándose comprendido dentro del objeto social, sea adecuado o apto para que los accionistas aumenten las utilidades provenientes del giro y disminuyan el riesgo de pérdidas, respondiendo así a una finalidad que es común a los mismos”*¹¹⁰. Todo lo cual, concluye, debe ser analizado por los tribunales considerando los intereses particulares de los socios con la intención común que todos ellos comparten.

b) Corrientes Institucionalistas.

Estas corrientes entienden a la sociedad anónima como un instrumento al servicio de la organización global, en cuyo modelo y evolución compete una participación activa a la autoridad, como ocurre en economías más reguladas. Conforme señala ALCALDE esta

¹⁰⁹ BERNET Páez, Manuel Antonio. El gobierno de las sociedades abiertas. Revista de Derecho. Valdivia, 2004.

¹¹⁰ ALCALDE Rodríguez, Enrique. Relaciones entre el Interés Social y el Interés personal de los Directores de una Sociedad Anónima. Actualidad Jurídica. Universidad del Desarrollo. (5): 243-253: 2002.

sería la tendencia que el legislador nacional ha adoptado en las últimas reformas legislativas¹¹¹.

Bajo el concepto de las corrientes institucionalistas suele confundirse el interés social con el de otros partícipes del mercado, tales como el de los trabajadores, consumidores, proveedores, etc., incluso con las nociones de interés nacional. Esta corriente se concreta en el fortalecimiento de la estructura interna de las sociedades, revitalizando la composición y funciones de los órganos sociales; agravándose el régimen de responsabilidad de los directivos; imponiendo deberes de lealtad a los accionistas controladores; en un nuevo rol supervisor de la gestión y control de la sociedad por parte del Directorio o Consejo de Administración; en la revitalización de la junta de accionistas especialmente en las decisiones de la sociedad; en la reforma a los auditores externos principalmente en cuanto a su independencia¹¹², entre otros aspectos.

7.2.4 El conflicto de interés entre la sociedad y sus directores

Antecedentes generales

Hemos descrito el interés social tanto desde una perspectiva contractualista como institucional, concluyendo en conformidad a ALCALDE que el interés social se radica esencialmente en el la obtención de utilidades y disminución de pérdidas. Este interés de la sociedad anónima puede en ciertos casos entrar en conflicto con los intereses personales de otros involucrados, tales como accionistas y directores.

En relación a los directores, dentro del ámbito de sus intereses personales se incluye tanto sus derechos como toda expectativa de naturaleza patrimonial que sea legítima¹¹³, lo que incluye el ánimo de obtener ganancias y realizar o ejecutar posibilidades de negocios. Con estos derechos y expectativas podría entrar en conflicto el interés de la sociedad anónima, siendo un ejemplo potencial de conflicto de interés el caso en que un director pretende celebrar un contrato con la sociedad.

¹¹¹ Ídem.

¹¹² BERNET Páez, Manuel Antonio. El gobierno de las sociedades abiertas. Revista de Derecho. Valdivia, 2004.

¹¹³ ALCALDE Rodríguez, Enrique. Relaciones entre el Interés Social y el Interés personal de los Directores de una Sociedad Anónima. Actualidad Jurídica. Universidad del Desarrollo. (5): 243-253: 2002.

Ahora bien, no existe en el ordenamiento jurídico chileno un concepto de conflicto de interés, el que también es escaso en doctrina, debido a que su conceptualización podría restringir su ámbito de aplicación. No obstante ello, NARBONA y MOLINA señalan que existe un conflicto de interés cuando la satisfacción de uno supone el sacrificio del otro, de modo antagónico, resultando siempre una de ellas perjudicada¹¹⁴. Más precisamente, señalan que los conflictos de intereses son los que “*se producen en un acto o contrato cuando el objetivo principal de un director de sociedad anónima no es maximizar la riqueza de la sociedad, sino que hacer que ésta efectúe transacciones perjudiciales para ella, y beneficios en términos pecuniarios para él*”¹¹⁵.

Por su parte, ALCALDE estima que son elementos del conflicto de interés los siguientes: (i) la existencia de dos o más intereses, no reducidos sólo a derechos sino también a meras expectativas, de carácter legítimas y de índole patrimonial; y, (ii) la existencia de una confrontación o conflicto, en que la elección de una de las opciones ocasiona un menoscabo o postergación del otro¹¹⁶.

Para nuestra legislación los conflictos de interés no son considerados *per se* perjudiciales para una sociedad anónima, porque según ALCALDE “*no pueden ser calificados de buenos ni malos, siendo relevante analizar como fueron resueltos*”¹¹⁷. Por lo mismo, la LSA no prohíbe cualquier tipo de operación en que un director tenga interés, sino que, por ejemplo, en el caso del artículo 44 de la LSA ordena realizar la operación en condiciones de mercado y conforme a un procedimiento especial de aprobación por parte del directorio e informe posterior en a la siguiente junta de accionistas, excluyendo la figura de la ratificación a posteriori de las operaciones, aunque sean directores desinteresados¹¹⁸.

¹¹⁴ MOLINA Quijada, Karina. El Directorio de la Sociedad Anónima, su Fiscalización, Responsabilidad y los Conflictos de Interés en que pueden verse involucrados los Directores. Memoria de Prueba, Universidad Central de Chile, 2003.

¹¹⁵ Ídem.

¹¹⁶ ALCALDE Rodríguez, Enrique. Relaciones entre el Interés Social y el Interés personal de los Directores de una Sociedad Anónima. Actualidad Jurídica. Universidad del Desarrollo. (5): 243-253: 2002.

¹¹⁷ Ídem.

¹¹⁸ OCHOA Salaber, Carlos. Gobiernos Corporativos y Deber Fiduciario de los Directores de Sociedades Anónimas. (Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales). Santiago, Chile, Escuela de Derecho, Pontificia Universidad Católica de Chile, 2003.

Las anteriores son salvaguardias o requisitos mínimos de operación para proteger los intereses de la parte más desprotegida de la relación y, a la vez, motivar a diversos agentes del mercado a realizar transacciones¹¹⁹.

a. Regulación de los conflictos de interés.

La regulación legal de los conflictos de interés la encontramos en los artículo 42, 44, 89 y 93 de la LSA.

El artículo 42 de la LSA señala en su numeral 1 que prohíbe a los directores proponer modificaciones de estatutos y acordar emisiones de valores mobiliarios o adoptar políticas o decisiones que no tengan por fin el interés social, sino su propios intereses o lo de terceros relacionados. Por su parte, el numeral 5 prohíbe a los directores tomar en préstamo dinero o bienes de la sociedad o usar en provecho propio, de sus parientes, representados o sociedades, a que se refiere el inciso segundo del art. 44 de la LSA, los bienes, servicios o créditos de la sociedad, sin previa autorización del directorio otorgada en conformidad a la ley. Otro tanto regulan los numerales 6 y 7 del referido artículo 42, los que serán analizados más adelante,

Por su parte, el artículo 44 de la LSA regula los siguientes conflictos de interés: (i) la realización de transacciones entre una empresa y sus directores; (ii) la realización de transacciones entre una empresa u otra, en la que los directores tienen interés importante, sea directo o indirecto; (iii) las transacciones entre una empresa matriz y otra filial; (iv) la prestación de asesorías para la celebración de un acto o contrato por parte de un director o personas relacionadas con él.

Por su parte, el artículo 89 de la LSA señala que los actos que celebran entre si determinadas personas que influyen en la formación de la voluntad de la otra deben observar las condiciones de equidad similares a las que habitualmente prevalecen el mercado, incluyéndose entre las operaciones reguladas las siguientes: (i) las operaciones entre las sociedades coligadas; (ii) las operaciones entre una matriz y sus filiales; (iii) las operaciones entre filiales; (iv) las operaciones entre filiales y coligadas; y, (v) las operaciones entre una sociedad anónima abierta directamente o a través de otras entidades

¹¹⁹ MOLINA Quijada, Karina. El Directorio de la Sociedad Anónima, su Fiscalización, Responsabilidad y los Conflictos de Interés en que pueden verse involucrados los Directores. Memoria de Prueba, Universidad Central de Chile, 2003.

pertenecientes a su entidad o grupo empresarial con sus personas relacionadas redefinidas en la LMV.

Por su parte, el artículo 93 de la LSA señala que las operaciones de la sociedad filial en que algún director de la sociedad matriz u otro de los mencionados en el artículo 44 de la LSA tuvieren interés, sólo pueden celebrarse en la forma y condiciones señaladas en dicha disposición, ello para evitar traspasos de recursos de una sociedad a otra a través de contratos favorables a una de ellas, dañando a los otros accionistas y eventualmente alterando la situación financiera de la compañía de manera no real.

Por último, es preciso aclarar que la ley no abarca todas las hipótesis de conflictos de interés ni ha establecido de manera uniforme una resolución de las mismas¹²⁰, ya que en algunos casos prohíbe la operación (por ejemplo, art. 42 n°1 de LSA), en otros la autoriza condicionándola a ciertos requisitos de procedimiento o de fondo o simplemente las sujeta a condiciones materiales de equidad (por ejemplo, casos del art. 44 de la LSA)¹²¹.

Contrastando lo anterior con el derecho norteamericano, cabe señalar que la tendencia legal y jurisprudencial señala que los administradores sociales deben guardar el debido cuidado en el ejercicio de sus funciones con la diligencia que una persona razonablemente prudente actuaría en circunstancias similares. La regla anterior se ha matizado con la aplicación de la denominada “*Business Judgement Rule*”, según la cual los administradores no serán responsables de las consecuencias del ejercicio del buen criterio comercial aunque cometan errores, estableciendo una presunción de una actuación informada y de buena fe por el mejor interés de la sociedad, respondiendo sólo de *gross negligence*, equivalente a nuestra culpa grave¹²².

7.2.5 El deber de lealtad en relación con la información privilegiada

La relación de confianza o fiduciaria que debe existir entre los directores de una compañía y sus accionistas es la que busca proteger nuestra legislación, sancionando en consecuencia los actos fraudulentos cometidos por los primeros en perjuicio de los

¹²⁰ ALCALDE Rodríguez, Enrique. Relaciones entre el Interés Social y el Interés personal de los Directores de una Sociedad Anónima. Actualidad Jurídica. Universidad del Desarrollo. (5): 243-253: 2002.

¹²¹ Ídem.

¹²² SALAH Abusleme, María Agnes. Responsabilidad por uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores. Memoria de Prueba, Universidad de Chile, 2002.

segundos. La regla, entonces, es que si un *insider* tiene información confidencial no puede usarla en pos del deber de fidelidad hacia la sociedad y por ende a los accionistas en su conjunto¹²³, en la medida que concurran los requisitos señalados en el capítulo anterior.

Sin perjuicio de ello, analizaremos brevemente la postura de ALCALDE entre otros autores, quien estima que requisito son requisitos indispensables para que surja la responsabilidad por uso de información privilegiada que (i) la información sea de propiedad de la sociedad y, (ii) que el director a quien se lo acusa de haber infringido el deber de lealtad por uso indebido de información privilegiada no la haya creado o contribuido a crearla.

i. La información debe pertenecer a la sociedad.

Atendido que la prohibición de usar información constituye una limitación a la libertad y al derecho de propiedad, los que están amparados por los principios generales del derecho, por la Constitución y por las leyes, es razonable darle primacía a dichos derechos y al desarrollo de actividades económicas lícitas.

Por lo mismo, solo en la medida que la información privilegiada es un bien que pertenezca al emisor de los valores debe sancionarse su utilización, ya que en ese caso cada compañía tiene el derecho a usar la información de la manera que mejor le parezca o no abstenerse de hacerlo, debiendo sancionar a aquellos que indebidamente se apropien de la información ya que ella pertenece al emisor de valores¹²⁴.

ii. El director no incumple su deber de lealtad si utiliza información que el mismo creó o contribuyó a crear¹²⁵.

Conforme señala ALCALDE, no se posible argumentar que una persona que ha generado la información o participado directamente en ello se encuentra en ninguna

¹²³ RIED Undurraga, José Miguel. Fundamentos de la Prohibición del uso de la Información Privilegiada en Chile: Una Visión Crítica. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 31 (3): 439 – 463: 2013.

¹²⁴ RIED Undurraga, José Miguel. Fundamentos de la Prohibición del uso de la Información Privilegiada en Chile: Una Visión Crítica. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 31 (3): 439 – 463: 2013.

¹²⁵ ALCALDE Rodríguez, Enrique. Uso de Información Privilegiada: Algunas Consideración sobre el Sentido y alcance de la Prohibición en relación con su Sujeto, Objeto y Sanción. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. 27 (1): 11-28: 2000.

situación de “privilegio” respecto del resto de las personas, ya que no dicho individuo no ha tenido acceso a ella, sino que por el contrario la ha emanado del mismo.

Dicha persona no puede ser sancionada, ya que no se ha aprovechado ilegítimamente de su posición respecto del emisor, e implicaría el absurdo que no puede usar la información la persona sin la cual ella siquiera habría llegado a nacer, pudiendo generarse en consecuencia la afectación del derecho a desarrollar libremente una actividad económica lícita así como la de adquirir el dominio de bienes comerciables y el derecho de dominio, conforme dispone el artículo 19 n° 21, 23, 24 y 26 de la Constitución Política de la República.

7.2.6 Naturaleza jurídica de la responsabilidad del Director de Sociedad Anónima

El presente capítulo tiene por objeto precisar si la responsabilidad de los directores es contractual o bien extracontractual. Para resolver el tema, CONCHA estima necesario distinguir entre la responsabilidad de los directores frente a la sociedad, frente a los accionistas y frente a terceros¹²⁶.

En relación a la sociedad, señala CONCHA que la tendencia actual de la doctrina es considerar que entre el director y la sociedad existe un vínculo similar al mandato, bajo forma de contrato de prestación de servicios del cual se origina responsabilidad contractual¹²⁷. Por su parte, tal como señalamos BARROS estima que la relación de los directores con la sociedad no es contractual, sino que orgánica, dado la regulación legal y estatutaria del tema, respondiendo en consecuencia extracontractualmente.

En relación con los accionistas, afirma CONCHA que el régimen no es el extracontractual, ya que los directores tienen para con los primeros un sinnúmero de obligaciones que la propia ley se encargó de regular, aplicándose para ellas en consecuencia el régimen de responsabilidad contractual. Aun más, estima CONCHA que incluso en aquellos casos en que no existan específicas obligaciones legales debe aplicarse el régimen

¹²⁶ CONCHA Gutiérrez, Carlos. Responsabilidad Civil de los Directores de Sociedades Anónimas. Cuadernos de Extensión Jurídica. Universidad de Los Andes. (1): 47-59: 1996.

¹²⁷ Ídem.

de responsabilidad contractual, ya que existiría una obligación de medios equivalente a actuar con la debida diligencia, postura disidente de la tradicional¹²⁸.

En relación con los terceros, no existe duda que la responsabilidad es extracontractual ya que los directores no tienen ni aun un vínculo indirecto con ellos.

7.3 Requisitos de la responsabilidad civil de los directores de sociedad anónima por la infracción a los deberes y prohibiciones en materia de información privilegiada

7.3.1 Normativa general aplicable

La responsabilidad civil de los directores de sociedades anónimas está regulada en diversas disposiciones legales, entre ellas los artículos 41 y 133 de la LSA. El artículo 41 en su primer inciso señala:

“Los directores deberán emplear en el ejercicio de sus funciones el cuidado y diligencia que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios y responderán solidariamente de los perjuicios causados a la sociedad ya los accionistas por sus actuaciones dolosas o culpables”.

Por su parte el artículo 133 establece:

“La persona que infrinja esta ley, su reglamento o en su caso, los estatutos sociales o las normas que imparta la Superintendencia ocasionando un daño a otro, está obligada a la indemnización de perjuicios. Lo anterior es sin perjuicio de las demás sanciones civiles, penales y administrativas que correspondan.

Por las personas jurídicas responderán además civil, administrativa y penalmente, sus administradores o representantes legales, a menos que constare su falta de participación o su oposición al hecho constitutivo de infracción.

Los directores, gerentes y liquidadores que resulten responsables en conformidad a los incisos anteriores, lo serán solidariamente entre sí y con la sociedad que administren, de todas las indemnizaciones y demás sanciones civiles o

¹²⁸ Ídem.

pecuniarias derivadas de la aplicación de las normas a que se refiere esta disposición.”

7.3.2 Acciones de responsabilidad civil por uso de información privilegiada. Requisitos de procedencia

En el capítulo anterior hemos analizado los diversos tipos de acciones que nacen del uso indebido de información privilegiada. En lo que se refiere a la responsabilidad civil de los directores de sociedad anónima por dicho comportamiento, lo cierto es que tal como analizaremos no es una materia de suyo habitual en nuestros tribunales de justicia, ya que la discusión se ha centrado en la procedencia o improcedencia de las sanciones administrativas aplicadas por la SVS en contra de los infractores.

Sin perjuicio de lo anterior, las bases de su estudio son las siguientes conforme a las normas que rigen la materia:

- (a) Titulares de la acción de responsabilidad civil por uso de información privilegiada.

Conforme establece el artículo 172 de la LMV puede solicitar intentar la acción de responsabilidad civil *toda persona perjudicada* por actuaciones que impliquen infracción a las disposiciones del título XXI de la LMV, que establece las conductas proscritas en materia de información privilegiada. En consecuencia, la ley ha establecido una legitimación activa amplia, que incluye a todo aquel que haya experimentado daño.

El primer titular de la acción es la propia sociedad. La fuente de la acción de la sociedad es el perjuicio ocasionado a ella por una actuación impropia de sus directores. Esta acción no solo puede ser ejercida por los representantes de la sociedad, sino que además el artículo 133 bis de la LSA confiere legitimación para ejercerla a nombre de ella a uno o más accionistas que representen a lo menos el 5% de las acciones emitidas, o por cualquiera de los directores individualmente considerados¹²⁹, acción compatible con todas las otras que señala la ley de sociedades anónimas y que tiene por objeto el resarcimiento de toda pérdida irrogada al patrimonio de la sociedad como consecuencia de una infracción

¹²⁹ MOLINA Quijada, Karina. El Directorio de la Sociedad Anónima, su Fiscalización, Responsabilidad y los Conflictos de Interés en que pueden verse involucrados los Directores. Memoria de Prueba, Universidad Central de Chile, 2003.

normativa, por lo que BARROS señala que opera respecto de cualquier incumplimiento a los deberes de cuidado, lealtad e información y rendición de cuentas¹³⁰.

Respecto al régimen jurídico de la acción social, esto es, si el mismo es contractual o extracontractual, la LSA no establece que entre la sociedad y sus directores exista un contrato de mandato, lo que inclina a la doctrina a pensar que entre ellos existe otro tipo de contrato como una prestación de servicios entre el director y la junta, aplicándose por tanto el régimen de responsabilidad contractual¹³¹. En cambio, PUELMA señala que este vínculo sería más bien de carácter legal, por lo que debiese aplicarse el régimen general de responsabilidad sea que se considere que este es el contractual o el extracontractual.

En segundo término, son titulares de la acción de responsabilidad civil los accionistas de la sociedad cuyos valores fueron objeto de transacciones con información privilegiada. Estos titulares deberán sujetar su demanda a las reglas de la responsabilidad contractual, sin perjuicio de que como señala BARROS, esta responsabilidad no tiene por fundamento el contrato de sociedad por lo que su naturaleza sería extracontractual¹³². Por último, son titulares de esta acción los terceros ajenos a la sociedad, los que evidentemente deberán recurrir al régimen de responsabilidad extracontractual, por aplicación del referido artículo 172 de la LMV y de los artículos 41 y 133 de la LSA¹³³.

(b) Existencia de daño.

Como bien se sabe, solo hay lugar a una acción de responsabilidad civil en la medida que exista algún daño que reparar. La información privilegiada no es excepción a dicho principio. Sobre esa base, es posible que una conducta calificada de uso indebido de información privilegiada no genere en si mismo un daño inmediato y directo a la sociedad, accionistas o terceros, todos casos en que no es procedente la acción señalada.

¹³⁰ BARROS Bourie, Enrique. Tratado de Responsabilidad Extracontractual. Santiago, Chile, Editorial Jurídica de Chile, 2010.

¹³¹ MOLINA Quijada, Karina. El Directorio de la Sociedad Anónima, su Fiscalización, Responsabilidad y los Conflictos de Interés en que pueden verse involucrados los Directores. Memoria de Prueba, Universidad Central de Chile, 2003.

¹³² BARROS Bourie, Enrique. Tratado de Responsabilidad Extracontractual. Santiago, Chile, Editorial Jurídica de Chile, 2010.

¹³³ MOLINA Quijada, Karina. El Directorio de la Sociedad Anónima, su Fiscalización, Responsabilidad y los Conflictos de Interés en que pueden verse involucrados los Directores. Memoria de Prueba, Universidad Central de Chile, 2003.

(c) Existencia de culpa o dolo como elemento subjetivo de la responsabilidad civil.

Por otro lado, no es suficiente para atribuir responsabilidad a una persona el hecho de que exista un daño, sino que es necesario que el mismo sea atribuible a su conducta dolosa o culposa. En materia de responsabilidad de directores el artículo 41 inciso 1° de la LSA establece que *“los directores deben emplear en el ejercicio de sus funciones el cuidado y diligencia que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios”*, esto es responden de culpa leve, como un buen padre de familia, sea que su responsabilidad se sujete a las normas de responsabilidad contractual o extracontractual.

Por otro lado, esta norma ha sido establecida como imperativa para la sociedad, ya que la ley ha prohibido que los estatutos contengan normas que atenúen o eximan de responsabilidad a los directores, además de señalar que la aprobación de una cuenta, por parte de una junta, no extingue su responsabilidad (artículo 41 inciso 2° y 3° de la LSA).

Algunos autores estiman que en materia de uso indebido de información privilegiada la ley ha configurado un sistema de culpa infraccional, esto es, que verificada la infracción a un deber normativo se presume que el mismo fue culpable. Entre ellos, SALAH, quien señala que toda vez que exista un uso de información privilegiada con el objetivo de obtener directa o indirectamente beneficios, sean pecuniarios o extrapecuniarios se presume la culpa¹³⁴.

(d) Presunciones de culpa.

Como se sabe, el régimen general en materia de culpa es que quien la alega debe probarla. Sin perjuicio de ellos, en determinadas ocasiones el legislador invierte tal obligación con el fin de facilitar la prueba especialmente a favor de la persona que ha sufrido el daño (sociedad, accionistas o terceros), asegurando en mayor medida la reparación de los perjuicios ocasionados. Todo ello, mediante el establecimiento de presunciones, sin perjuicio de que quien la alega debe probar de todos modos el hecho base

¹³⁴ SALAH Abusleme, María Agnes. Responsabilidad por uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores. Memoria de Prueba, Universidad de Chile, 2002.

de la presunción, el daño y la existencia de relación de causalidad entre este último y la conducta imputada al supuesto infractor.

Al efecto la normativa aplicable a la materia ha establecido diversas presunciones de culpa de los directores, siendo unas simplemente legales -admiten prueba en contrario- y otras de derecho. Entre las primeras podemos destacar en relación al uso indebido de información privilegiada si un directo se beneficia en forma indebida directamente o a través de otra persona natural o jurídica de un negocio social que a su vez irroga perjuicio a la sociedad, conforme establece el inciso final del artículo 45 de la LSA.

En segundo término, la ley ha establecido algunas presunciones de derecho de responsabilidad, tales como las contenidas en los artículos 44 incisos 2º y 10º de la LSA.

Por último, surge la pregunta si, tratándose de las relaciones con la sociedad, la culpa se resume, en vistas de estar en presencia de una relación de índole contractual, todo ello por aplicación de lo dispuesto por el artículo 1547 del Código Civil. Algunos autores señalan que el régimen de responsabilidad es especial, y por ende solo son aplicables las presunciones establecidas expresamente por la ley, entre ellas las contenidas en el artículo 45 LSA, Otros autores, como CONCHA, señalan que las presunciones expresamente establecidas por el legislador tiene como destinatarios solo los casos de responsabilidad extracontractual y que, por el contrario, la regla general en las relaciones entre la sociedad y sus directores es que la culpa siempre se presume ¹³⁵.

(e) Relación de causalidad entre la acción culpable o dolosa del director y el daño causado.

Por último, es menester que exista entre la conducta imputada y el daño alegado una relación de causalidad directa e inmediata. Si los actos son ejecutados por un conjunto de directores no será posible determinar el porcentaje de participación de cada infractor, por lo que la conducta de cada uno de ellos se entiende como causa suficiente del daño ocasionado y la ley los hace responder solidariamente, a menos que en el acta respectiva el

¹³⁵ CONCHA Gutiérrez, Carlos. Responsabilidad Civil de los Directores de Sociedades Anónimas. Cuadernos de Extensión Jurídica. Universidad de Los Andes. (1): 47-59: 1996.

director que se oponía al acuerdo lesivo haya salvado su responsabilidad conforme dispone el inciso 4 del artículo 48 de la LSA¹³⁶.

Tratándose de información privilegiada, el daño al perjudicado, sea la sociedad, accionistas o terceros debe proceder de manera directa de la concreta operación en la cual se usó información privilegiada. Al respecto, existe cierta dificultad en establecer dicho nexo, ya que es necesario que transcurra cierta cantidad de tiempo para obtener los resultados de las operaciones financieras y económicas, además de lo difícil que resulta establecer cuales operaciones se realizaron en posesión de información privilegiada y cuáles no, más en el caso de concurrencia de otras causas probables¹³⁷.

Sobre esa base, se ha pretendido fundar la causalidad con hipótesis de fraude al mercado, o incluso en el sentido de que la mera coincidencia de los perjuicios producidos por una compra o venta con las ventajas patrimoniales de la compra o venta correlativa serían suficientes para acreditar la causalidad. Sin embargo debemos señalar que la causalidad debe establecerse una vez que el mercado asimile la información incorporándola a los respectivos precios de cotización, siempre que el perjuicio sea imputable a la conducta ilícita y no a otra causa.

CAPÍTULO 8. PRIMER CASO ANALIZADO: BANCO DE CHILE

La Adquisición de acciones por el pacto controlador de una sociedad anónima como mecanismo de defensa del control, utilizando información que fue calificada como privilegiada.

Por sentencia de fecha 25 de octubre de 2005, en el marco de un procedimiento judicial de reclamación de sanciones administrativas, la Excma. Corte Suprema declaró, en síntesis, que el Pacto Controlador del Banco de Chile existente en el año 2000 incurrió en uso de información privilegiada, al adquirir diversos paquetes de acciones del banco, con conocimiento de la intención del grupo económico liderado por Andrónico Luksic de tomar

¹³⁶ OCHOA Salaber, Carlos. Gobiernos Corporativos y Deber Fiduciario de los Directores de Sociedades Anónimas. (Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales). Santiago, Chile, Escuela de Derecho, Pontificia Universidad Católica de Chile, 2003.

¹³⁷ NUÑEZ Plaza, Luisa. La Información Privilegiada en el Mercado de Valores. (Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales). Santiago, Chile, Escuela de Derecho, Universidad Adolfo Ibáñez, 1998.

el control del Banco; en virtud de lo cual mantuvo firmes y las multas aplicadas por la SVS a los miembros del referido Pacto Controlador,

8.1 Hechos que motivaron la aplicación de sanciones por uso de información privilegiada

En el año 2000 el Banco de Chile era controlado por un grupo de personas que, como se señalará más adelante, reunían el 34,77003 % de las acciones de dicha institución financiera, por lo que detentaban un denominado “control precario”, fundado en un pacto de accionistas suscrito por todos ellos, que denominaremos en adelante “Pacto Controlador”. A su vez, el grupo económico “Luksic”, liderado por don Andrónico Luksic Craig, detentaba un 12,3% del capital accionario del Banco de Chile, además de un 51,2 % del Banco A. Edwards, competidor directo del primero. Cabe hacer presente que los representantes de Quiñenco S.A. habían manifestado al Pacto Controlador su intención de no aspirar a disputar el control, en tanto su inversión era únicamente financiera.

Con fecha 1º de diciembre del año 2000, en el marco de una sesión de directorio de la sociedad Quiñenco S.A., controlada por la familia Luksic, su director don Andrónico Luksic Craig propuso a su directorio la realización de una oferta pública de compra de acciones del banco de capitales chilenos denominado Banco de Chile (en adelante “Banco de Chile”), que debía tener por objeto al menos un 8% de su capital, sobre la base de un precio de \$50 por acción. Respecto de esta proposición, que no fue aprobada por el directorio por medio de un acuerdo formal según dispone la LSA, se decidió que previo a tomar una decisión ella debía ser analizada previamente con los miembros del grupo económico denominado Penta, que a esa fecha era el Pacto Controlador del Banco de Chile. Lo anterior conforme consta en las Actas de la citada sesión de directorio.

Esa misma fecha, el señor Luksic Craig se reunió con algunos miembros del Grupo Penta, señores Carlos Lavín García Huidobro y Carlos Délano Abbott, y les informó que Quiñenco S.A. tenía la intención de dejar de lado su calidad de inversionista financiero y que por tanto tiene la intención de intervenir directamente en la administración del Banco de Chile. Para estos efectos entre sus planteamientos figura la posibilidad de integrarse al Pacto Controlador, de fusionar el Banco de Chile con el Banco A. Edwards o adquirir a lo

menos un 8% de las acciones del Banco de Chile, sobre la base de un precio referencial de \$50 por cada acción Serie B. Estas posturas quedaron abiertas, y debían ser analizadas en una nueva reunión a realizarse el 5 de diciembre de 2000.

Con fecha 3 de diciembre de 2000 tuvo lugar una reunión entre los señores Juan Hurtado Vicuña, Eduardo Fernández León, Patricio Parodi Gil, Carlos Eugenio Lavín García Huidobro, Carlos Délano Abbott, José Antonio Garcés Silva y Juan José Mac Auliffe, todas personas vinculadas a grupos económicos del pacto controlador del Banco de Chile. En esta reunión se discutió la información entregada por el señor Luksic, y se tomó la decisión de adquirir en el mercado de valores la cantidad de acciones del Banco de Chile y de la Sociedad Matriz del Banco de Chile que fueran necesarias para consolidar el control que ya poseían de dicho banco, adquisiciones que serían iniciadas por la sociedad Compañía De Seguros De Vida Consorcio Nacional De Seguros S.A. (“Grupo Consorcio”).

Según lo acordado, el 4 de diciembre de 2000 el Grupo Consorcio compró 54.355.689 acciones serie B, 81.259 acciones serie E, 749.032 acciones serie D y 85.875 acciones serie A, todas ellas de la Sociedad Matriz del Banco de Chile S.A., además de 10.509.360 acciones del Banco de Chile. Estas compras se realizaron en su mayoría por intermedio de la sociedad Consorcio Corredores de Bolsa S.A. Se hace presente que el precio de cierre de la acción del Banco de Chile el día 4 de diciembre 2000 fue de \$50, en circunstancias que el 1º del mismo mes y año fue de \$50.

Por resolución exenta 251 de esa misma fecha, la SVS suspendió la oferta, cotización y transacción de acciones de las acciones “Chile”, emitidas por el Banco de Chile, y las acciones “SM Chile A”, “SM Chile B”, “SM Chile D” y “SM Chile E”, emitidas por la Sociedad Matriz del Banco de Chile, hasta las 12:00 horas del día siguiente.

Con posterioridad, se reanudaron las conversaciones y acercamientos entre el Pacto Controlador y el Grupo Luksic, comprando este último a través de una filial de Quiñenco S.A. todas las acciones del Pacto Controlador, a un precio de \$60, tomando el control del Banco de Chile.

8.2 Proceso de aplicación de sanciones seguido por la SVS en contra de los miembros del Pacto Controlador, por uso de información privilegiada

Luego de ponderar los hechos descritos, a juicio de la SVS las compras de acciones del Banco de Chile y su Matriz realizadas por el Grupo Consorcio se hicieron sobre la base de información privilegiada, en tanto existía conocimiento de la intención de Quiñenco S.A. de adquirir un paquete accionario de a lo menos un 8% de acciones de las referidas sociedades, información que a esa fecha no era pública, no estaba a disposición del mercado y que por su naturaleza era capaz de influir en la cotización de los respectivos valores.

Asimismo, señala que esta conducta constituye una infracción al artículo 165 de la Ley de Mercado de Valores, ya que las personas involucradas, todas vinculadas a grupos que forman parte del pacto controlador del Banco de Chile, se dispusieron adquirir las acciones antes indicadas, a través de un miembro del pacto, con conocimiento de la información de las intenciones de Quiñenco S.A. de adquirir un paquete de acciones de dicho banco y, con el fin de consolidar su posición de controlador, infringieron la prohibición de adquirir los valores sobre los cuales se posee información privilegiada.

En razón de lo señalado la resolución de la SVS impuso a cada uno de los señores Juan Hurtado Vicuña, Eduardo Fernández León, José Antonio Garcés Silva, Juan José Mac Auliffe Granello, Patricio Parodi Gil, Carlos Eugenio Lavín García Huidobro y Carlos Délano Abbott una multa de UF 1.000.

8.3 Procedimiento judicial de reclamación de multas seguido por los sancionados en contra de la Superintendencia de Valores y Seguros

Los sancionados interpusieron una reclamación judicial de multa en contra de la SVS, conforme dispone el artículo 30, inciso 2° del DL. 3538, Ley de la Superintendencia de Valores y Seguros, la que se radicó y conoció por el 20° Juzgado Civil de Santiago en primera instancia. En la reclamación se solicita que las sanciones impuestas sean dejadas sin efecto, con costas de la causa.

A continuación, y conforme se señaló en la introducción de este capítulo, extractaremos las sentencias de primera instancia, segunda instancia y de casación, para luego terminar la exposición del caso con el comentario que merece la decisión de término pronunciada por la Excma. Corte Suprema.

8.3.1 Resumen de la sentencia de primera instancia

a) Exposición de la reclamación.

8.3.2 Circunstancias de hecho

Los reclamantes, miembros del Grupo Controlador del Banco de Chile, exponen que los grupos empresariales Penta, Cuneo-Solari y Moreno, eran accionistas titulares del 23,8% de los derechos políticos del Banco de Chile. Ahora bien, en 1999 celebraron un convenio de accionistas (el “Pacto Controlador”), con el objeto de: (a) actuar conjuntamente y participar con idéntico interés en la gestión del Banco de Chile; y, (b) imponerse la obligación recíproca de oferta preferente de las acciones que desearan enajena; era así un pacto para vender, no para comprar. A su vez, las decisiones de inversión siempre consideraron como prioridad continuar incrementando el número de acciones del Banco de Chile, mediante sucesivas y continuas compras en el mercado. Por su parte, en noviembre de 1999 se unieron al Pacto Controlador los grupos Consorcio y Larraín, alcanzando con ello un 26,971% de los derechos políticos del Banco de Chile.

De esa forma, el Pacto Controlador configuró un control precario, al que sólo podían aspirar por el hecho de congregar a esa época la propiedad de un 26,971% de los derechos políticos del Banco de Chile y no la mayoría absoluta de sus acciones; en consecuencia, el control se podría ver amenazado por cualquier inversionista extraño al Pacto Controlador que, por si mismo o en conjunto con otros accionistas, conformara otro pacto que congregara al menos otro 25% de las acciones.

A su vez, en el mes de agosto de 1999 el grupo Luksic poseía el 51,2% de las acciones del Banco de A. Edwards, y el 12,3% del Banco de Chile, del cual era su accionista mayoritario. En esas condiciones, la situación del Banco de Chile era delicada,

por lo que para el Pacto Controlador la estabilidad y permanencia del *Statu quo* era muy importante, desde que el grupo Luksic era un competidor y la legislación chilena no impide que el controlador pleno de un banco designe directores en otro banco de la competencia, controlado precariamente por otros grupos empresariales.

Continúan los demandantes sosteniendo que la reunión en que el señor Luksic Craig propuso un cambio de giro de su inversión en el Banco de Chile, en el sentido de dejar de ser inversionista pasivo, además de las diversas alternativas para llevarlo a cabo, a juicio de los reclamantes fue de tal diversidad y ambigüedad, en un contexto informal y además en presencia de uno de los principales corredores de la bolsa de Santiago, que en ningún momento permitieron siquiera pensar que se tratase de información reservada o privilegiada de algún emisor de valores.

Asimismo, señala que no obstante lo anterior la realización de la reunión con el señor Luksic Craig se les comunicó a los demás miembros del Pacto Controlador, cuya reacción espontánea fue de alarma y de propender a la consolidación del control precario que el Pacto Controlador tenía en el Banco de Chile.

Sin embargo, (i) la iniciativa del grupo Luksic de llevar adelante conversaciones directas y privadas con el Pacto Controlador, (ii) su inalterable posición compradora del paquete accionario de este último, negándose a su vez a vender sus acciones, (iii) y el resultado final de la negociación que culmina con la compra efectuada por una filial de Quiñenco S.A. de todas las acciones del Pacto Controlador a un precio de \$60 por acción, demuestran sin lugar a dudas que Andrónico Luksic Craig no concurrió a la reunión del 1º de diciembre de 2000 a dar cuenta de información privilegiada, sino que a iniciar una estrategia de negocios con la que pretendía obtener el control del Banco de Chile, la cual desarrolló sin vacilar hasta que tuvo éxito.

Por último, expresan los reclamantes que la información que la SVS califica de privilegiada sería la intención de Quiñenco S.A. de querer adquirir un 8% de las acciones del Banco de Chile a un precio referencial de \$50 por cada acción de la serie B, además de las otras alternativas para comprar dichas acciones.

8.3.3 Fundamentos de derecho

Hacemos presente que los fundamentos de derecho, para una mejor exposición, han sido sistematizados por este autor.

- La información-intención transmitida al Pacto Controlador no sería efectiva.

A juicio de los reclamantes, la información no era efectiva en tanto no daba cuenta de la intención concreta de llevarla adelante. Lo anterior lo sostienen sobre la base de lo siguiente: (a) la información no era efectiva porque se basaba en atribuirle Andrónico Luksic a Quiñenco S.A. la intención de querer comprar acciones del Banco de Chile, no obstante que su directorio no había adoptado ningún acuerdo en tal sentido. Confirmaría lo anterior el que la proposición de realizar una Oferta Pública de compra de acciones del Banco de Chile no fue calificada por el directorio de Quiñenco S.A. como información esencial, ni tampoco le dio el carácter de información reservada; (b) ni el sr. Luksic ni el sr. Pérez, quien lo acompañaba en la reunión con el Grupo Controlador, expresaron que se trataba de información reservada o privilegiada; (c) si hubiera sido información privilegiada, el señor Luksic y el señor Pérez no habrían violado la norma de guardar estricta reserva acerca de dicha información, que conocieron en función de sus cargos en el directorio de Quiñenco S.A., revelándola a personas totalmente ajenas a esa sociedad. Esto último, sostienen, se basa además en que sería ilógico que la autoridad aplicara sanciones primero al receptor de la información y sólo después al que en tal evento sería el primer infractor, por tener el cargo o posición a través del cual emana directamente la información supuestamente privilegiada.

- La resolución sancionatoria no explica cuál es el cargo, posición, actividad o relación de los reclamantes con Andrónico Luksic ni con Quiñenco S.A., fuentes generadoras de la información.

Sostienen que la omisión es obvia en tanto ninguno de los reclamantes tiene ningún cargo, posición, actividad o relación con Andrónico Luksic ni con Quiñenco S.A.

- De los hechos constitutivos de uso de información privilegiada no se derivó beneficio para los reclamantes.

Afirman que así lo expresaría la resolución reclamada.

- De los hechos constitutivos de uso de información privilegiada no se derivó perjuicio para los inversionistas.

En efecto, señalan que la orden de compra realizada por el Grupo Consorcio el 4 de diciembre de 2000 a \$50 por acción era muy superior económicamente hablando que una eventual oferta pública de adquisición de acciones por un 8% de las acciones del Banco de Chile que pudiese realizar Quiñenco S.A., bajo la prorrata de las Opas. Argumentan además que por la orden del Grupo Consorcio cualquier accionista podía vender todas sus acciones al precio de \$50 y no a una prorrata baja en un universo de aproximadamente el 78% del total de las acciones del Banco de Chile, de haber sido efectiva y haberse llevado adelante la Opa.

- Los criterios contenidos en la resolución reclamada implican validar la neutralización de un competidor por parte de su adversario, por el solo hecho de anunciar su estrategia de negocios.

Por último, argumentan que si producto de los dichos de la reunión de 1° de diciembre de 2000, el Pacto Controlador hubiese efectivamente accedido a información privilegiada y, por consiguiente, hubiesen quedado impedidos de comprar o vender acciones del Banco de Chile, conductas como las descritas significarían que un competidor podría neutralizar a su adversario por un tiempo ilimitado, sin que este pudiera reaccionar de forma alguna, inmovilizándolo.

- a) Exposición de la contestación de la Superintendencia de Valores y Seguros Aspectos generales.

La SVS describe la información privilegiada, destacando su concepto, elementos y pilares fundamentales para el correcto funcionamiento del Mercado de Valores, que señala son la fe pública, la igualdad entre los inversores, la información plena y la transparencia. En cuanto al concepto, se destaca que lo realmente determinante para calificar a una información como privilegiada es su aptitud para afectar la cotización del valor en el mercado y su falta de publicidad y difusión.

b) Refutaciones específicas.

- En relación con la circunstancia de que una intención de un agente de mercado que además no conste por escrito no constituye información efectiva.

Señala la SVS que ni el inciso 1º ni el inciso 2º del artículo 164 de la LMV excluye a la intención como una forma en que se puede presentar y manifestar la información privilegiada; y que tampoco se exige que ella conste por escrito. Todo ello, en tanto la propia ley habla de “cualquier información”. Señala a su vez que cualquier información que sea precisa, concreta e idónea para afectar la cotización de un título en el mercado califica como privilegiada.

- Respecto del cargo, posición o relación de los reclamantes con Quiñenco S.A. o Andrónico Luksic Craig.

Señala la SVS que LMV no exige un vínculo directo entre la fuente de la información y el sujeto pasivo que accede a ella. Sin perjuicio de ello, aluden a que el nexo causal entre el Pacto Controlador y el grupo Luksic lo constituye precisamente la calidad de ser controladores de los primeros, en virtud de la cual desarrollaron actividades de negociación, con conexión, correspondencia y comunicación.

- En relación a la influencia de la información, por su propia naturaleza, en la cotización de los valores emitidos.

Estima la SVS que la información, por su naturaleza y entidad, condicionó y determinó la conducta de los miembros del Pacto Controlador, en tanto que no habrían actuado del modo que lo hicieron de haber conocido la intención-información. Asimismo, señalan que la información determinó un nuevo precio bursátil de la acción del Banco de Chile, al llegar a cotizarse a \$50.

- En relación a la defensa del control, en tanto de no haber procedido como lo hicieron los reclamantes se habrían visto neutralizados como competidor por parte de su adversario, por el solo hecho de anunciar su estrategia de negocios.

Al respecto, señalan la SVS que conforme al marco normativo vigente el Pacto Controlador debió guardar silencio, absteniéndose en todo caso de actuar; haber rechazado la propuesta del grupo Luksic, esperando que este divulgara la información como hecho esencial o publicando el aviso de la Opa que realizaría. Luego de ello, tanto el Pacto Controlador como los demás inversionistas podrían decidir la compraventa de acciones con igual nivel de información. Asimismo, señalan que el Pacto Controlador pudo realizar una Opa competitiva, o por último calificar la información recibida del Grupo Luksic como esencial, divulgándola ellos al Mercado.

- En relación al beneficio obtenido por los reclamantes y al perjuicio causado por ellos.

No es efectivo que los controladores no hubiesen obtenido beneficio alguno con la operación, toda vez que lo percibieron tanto al forzar una negociación directa con el grupo Luksic para venderle el paquete controlador la precio de \$60 por acción, como al venderle a \$60 las acciones adquiridas días antes a un precio de \$50. En consecuencia, tampoco es efectivo que con su proceder no causaron perjuicios, ya que al obrar como lo hicieron forzaron y torcieron el curso de los acontecimientos hacia su propia conveniencia.

8.3.4 Parte considerativa y resolutive de la sentencia de primera instancia

A continuación se analizará la postura del Tribunal de Primera Instancia respecto de los puntos objeto de la reclamación, intentando sistematizar los diversos considerandos de la sentencia con dicha finalidad.

- a) Finalidad de prohibir el uso de información privilegiada.

El Tribunal establece que el fin de la figura de la información privilegiada es conservar el bien jurídico de la igualdad entre sujetos que negocian en el mercado de valores, protección que tiende a fomentar el mercado de valores de manera transparente y competitiva (considerando 11°).

- b) Requisitos para que sea procedente aplicar sanciones por uso indebido de información privilegiada.

Respecto de si una intención de negocios reúne la calidad de información privilegiada, establece que esta información involucra a una determinada clase de comunicación que permite ampliar el conocimiento que se tiene sobre una determinada materia, y no sobre una eventual intención, la que debe ser ignorada por la mayoría de los inversionistas. Asimismo, la información privilegiada debe ser precisa, real, concreta e idónea, de manera que pueda influir en la cotización de los valores emitidos (considerando 11°).

Por otro lado, el Tribunal *a quo* señala que es un requisito para incurrir en uso indebido de información privilegiada que el emisor de esa información se encuentre en una relación fiduciaria en el que predominen los deberes de honestidad, fidelidad y silencio (considerando 11°).

Asimismo, agrega que del artículo 164 de la LMV se desprende que es necesaria la existencia de cierta intencionalidad, que concurra un elemento subjetivo para poder imputar responsabilidad ya que no se puede prescindir de la naturaleza o del carácter de la relación

entre el origen de la información y quien la utiliza, es decir, quien se aprovecha de la misma. Asimismo, adiciona la necesaria existencia de dolo o culpa para que nazca la pretendida responsabilidad en los sujetos que han sido sancionados. No puede presumirse la existencia de dolo, como hizo la SVS, al otorgarle un carácter objetivo a las infracciones del artículo 165 de la LMV, lo que a la vez constituye una infracción a la garantía constitucional del artículo 19 n° 3 de la Constitución Política de la República (considerando 11°).

- c) Análisis concreto de la causa por parte del Tribunal de Primera Instancia, respecto de la concurrencia de los requisitos para configurar un uso indebido de información privilegiada.

En lo relacionado con la calidad de *concreta* de la información supuestamente privilegiada, el Tribunal concluye que no era precisa, real ni determinada, al no existir una voluntad claramente manifestada por parte de la sociedad Quiñenco S.A. de comprar el 8% de las acciones del Banco de Chile a un precio determinado, más aun cuando no existía acuerdo al respecto, sino que solo el planteamiento de un director y la intención de estudiar la propuesta del señor Luksic por parte de la junta extraordinaria a la que le efectuó la propuesta. Así, lo que en realidad existía era la intención de Quiñenco S.A. de adquirir un 8% del Banco de Chile a un precio referencial de \$50 por cada acción serie B, u otras alternativas para comprar acciones del Banco de Chile. Esta información no reunía las características de ser real y seria y por ende no cumpliría con los requisitos establecidos en el artículo 164 de la LMV (Considerando 12°).

Por otro lado, la sentencia aclara que Quiñenco S.A. es una persona jurídica y como tal puede celebrar actos y contratos, para los que se requiere en forma primordial la voluntad, la que en el caso de sociedades anónimas se expresa mediante el directorio, quien tienen facultades de administración y disposición que la ley o los estatutos no establezcan como privativas de la junta general de accionistas. Por ello, no se puede confundir la intención o el querer individual de un director de una sociedad anónima con el de la propia sociedad (Considerando 12°).

Don Andrónico Luksic no fue sancionado por infracción al artículo 165 de la LMV en su obligación de guardar estricta reserva respecto de Quiñenco S.A., por lo que si la información no era privilegiada para el señor Luksic tampoco lo era para los reclamantes (Considerando 12°).

La información por su naturaleza no podía influir en la cotización de los valores emitidos, ya que Quiñenco S.A. nunca tuvo la voluntad determinada de adquirir el porcentaje accionario señalado (Considerando 12°).

Los reclamantes no son sujetos activos de la prohibición de uso de información privilegiada conforme el artículo 165 de la LMV, en atención a los roles que estos desempeñaban y, segundo, porque no se han observado en sus conductas una acción engañosa y tendiente a producir un efecto nocivo a los supuestamente afectados (Considerando 12°).

En virtud de lo anterior la sentencia dejó sin efecto la sanción aplicada por la SVS en contra de los reclamantes, con costas.

8.4 Resumen de la sentencia de Segunda Instancia, dictada por la Itma. Corte de Apelaciones de Santiago

Por resolución de fecha 7 de septiembre de 2004 la Itma. Corte de Apelaciones DE Santiago confirmó la sentencia de primera instancia, sin agregar, modificar o eliminar ninguna de sus consideraciones de hecho ni de derecho. Lo anterior, porque los argumentos del recurso de apelación no son convincentes en orden a modificar lo decidido por el tribunal de primera instancia.

8.5 Resumen de la sentencia de la Excma. Corte Suprema, que acoge recurso de casación en el fondo intentado por la SVS, dejando firme las multas aplicadas

Con fecha 27 de octubre de 2005, la Excma. Corte Suprema, en específico su Tercera Sala, conoció y acogió un recurso de casación en el fondo interpuesto por la SVS en contra de la sentencia de la Itma. Corte de Apelaciones de Santiago, que hizo suya la de

primera instancia. En virtud de ello, declaró firmes las multas aplicadas, sin costas, por haber tenido los reclamantes un motivo plausible para litigar.

8.6 El recurso de casación en el fondo de la Superintendencia de Valores y Seguros

La Superintendencia de Valores y Seguros interpuso un recurso de casación en el fondo en contra de la sentencia de la Il. Corte de Apelaciones de Santiago, fundado en que realizó una incorrecta aplicación e interpretación de la ley (artículos 164 y 165 de la LMV y 19, 20, 21 y 22 inciso 1º del CC.), toda vez que pese a que los reclamantes hicieron un uso indebido de información privilegiada, incurriendo en conductas prohibidas por la precitada ley, fueron absueltos del pago de la multa por la sentencia de primer grado, confirmada íntegramente por la de segundo.

8.6.1 Primer grupo de infracciones

En concreto, aduce la SVS que el primer error de la sentencia es que establece como requisito para calificar de privilegiada a la información la exigencia de que ella consista en un hecho consumado, descartando que pueda llegar a calificar como tal el conocimiento que se tenga sobre la intención de un agente de mercado, cuestión que a su juicio no se encontraría excluida por el artículo 164 de la LMV. La sentencia habría incurrido en error de derecho al establecer que los hechos fijados en el proceso son insuficientes para tener por configurados los requisitos exigidos por la ley para calificar de privilegiada la información, en tanto la información-intención comunicada por el grupo Luksic a los reclamantes fue precisa, real, concreta e idónea, pudiendo influir en la cotización de los valores emitidos, como de hecho ocurrió. Así, fue una amenaza cierta, efectiva y real al control precario que ejercían en el Banco de Chile, por lo que acordaron comprar acciones del aludido Banco. Tal información por lo tanto condicionó, determinó y definió su conducta posterior.

8.6.2 Segundo grupo de infracciones

Un segundo grupo de infracciones es a las mismas normas señaladas previamente, y se funda en el hecho que ha desconocido el principio que subyace como bien jurídico protegido en el concepto de información privilegiada.

En efecto, la sentencia recurrida, no obstante reconocer que el principio de igualdad es el que se protege con la norma que prohíbe el uso de información privilegiada, incurre en error de derecho ya que no declara la desigualdad que se produjo entre los reclamantes y los inversores. Los tres grupos de agentes involucrados en la operación debieron haber actuado y tomado sus decisiones de inversión o desinversión con el mismo nivel y grado de información.

Por otro lado, señalan los recurrentes que la sentencia establece una exigencia no pedida en la ley para sancionar el uso indebido de información privilegiada, como es exigir que el emisor de esa información se encuentre en una relación fiduciaria con la fuente de la misma, en el que predominan los deberes de honestidad, fidelidad y silencio. Tanto el artículo 164 como el 165 de la LMV utilizan las expresiones “cualquier información” y “cualquier persona”, respectivamente. Sin embargo, adiciona que de no haber tenido los reclamantes la “posición” de pacto controlador del Banco de Chile es obvio que no habría habido relación ni actividad entre los reclamantes y el sr. Luksic, y de esa manera la información no habría fluido hacia aquellos ni tampoco la hubieran conocido.

Otra infracción de derecho que acusa el recurso es que la sentencia propugna como requisito del uso indebido de información privilegiada la exigencia de cierta intencionalidad, dolo o culpa en el autor de la conducta. Señala que nada de ilícito hay en defender una posición de Pacto Controlador, pero adiciona que el ilícito se cometió por el medio utilizado, que les estaba prohibido en función de su conocimiento de información privilegiada. Luego, como optaron por defender su posición de pacto controlador a partir del conocimiento de que el grupo Luksic abandonaba su condición de inversionista pasivo en esa entidad bancaria, violaron el deber de conducta que la ley les imponía.

Otra infracción de derecho sería que estableció que como la información no era privilegiada para quienes la comunicaron tampoco lo pudo ser para quienes la recibieron.

Concluyen señalando que la interpretación restrictiva y condicionada a requisitos no establecidos por la ley que se hace en materia de información privilegiada equivale a derogar el título respectivo de la LMV.

8.6.3 Tercer grupo de infracciones

La SVS alega además la infracción a las leyes reguladoras de la prueba, en tanto la sentencia recurrida apreció el valor de la prueba rendida de un modo diverso de aquel que prescribe la ley. La infracción se habría cometido al considerar la sentencia recurrida que la información debe ser concreta, precisa e idónea, de manera que pueda influir en la cotización de los valores emitidos, y señalar que no se reunirían estos requisitos, en circunstancias que fueron los propios reclamantes los que reconocieron y confesaron en la demanda lo precisa, real, concreta e idónea para afectar el precio de un título en el mercado que fue la información-intención que conocieron del grupo Luksic.

8.6.4 Cuarto grupo de infracciones

Por último, los recurrentes estiman que se han infringido los artículo 164 y 165 de la LMV, al haber estimado los sentenciadores que la intención de un agente de mercado que no consta por escrito en un acuerdo de directorio no puede ser real, seria, precisa, concreta, idónea ni capaz de afectar la cotización de un valor en el mercado.

8.6.5 Consideraciones de la Excma. Corte Suprema para acoger el recurso

A continuación se analizará la postura de la Excma. Corte Suprema respecto de los puntos objeto del recurso de casación, intentando sistematizar los diversos considerandos de la sentencia con dicha finalidad.

Posición de la Excma. Corte Suprema acerca del rasgo determinante de la información privilegiada.

La Excma. Corte estima que lo que realmente importa para clasificar como privilegiada una información en este ámbito es su aptitud para afectar la cotización del valor en el mercado, como asimismo su falta de difusión y publicidad (considerando 19° de la sentencia de casación).

Posición de la Excma. Corte Suprema acerca de si la intención manifestada por el señor Andrónico Luksic C. califica como información privilegiada.

La Corte de Casación señala que a través de la conversación sostenida entre Andrónico Luksic Craig, Francisco Pérez Mackenna, Leonidas Vial y los demandantes Carlos Eugenio Lavín García Huidobro y Carlos Délano Abott, estos últimos tuvieron conocimiento de *cualquier información* atinente a los negocios de uno o varios emisores de valores o a uno o varios valores por ellos emitidos, concretamente a ciertos negocios de Quiñenco S.A., respecto de las acciones del Banco de Chile que esta sociedad poseía y al valor que por ellas ofertaría en la oferta de compra que se lanzaría días después, información que no fue divulgada con anticipación al mercado, por lo que los actores por esta última circunstancia se encontraban en una situación de privilegio respecto de los demás inversores, lo que determinó, asimismo, un alza en el precio de dichas acciones, las que alcanzaron un valor de \$50. (Considerando 22° de la sentencia de casación).

Continúa la Excma. Corte señalando que la conducta de los demandantes encuadra dentro de las hipótesis propuestas por el artículo 165 de la LMV, puesto que en razón de ser Penta el grupo controlador del Banco de Chile, don Andrónico Luksic Craig sostuvo una reunión con ellos y les informó a nombre de Quiñenco S.A. que en los días inmediatamente posteriores, ésta última entidad lanzaría una oferta pública de compra de acciones del Banco de Chile, por un valor de \$50 la acción, para incrementar así la porción que Quiñenco S.A. tenía entre los accionistas de dicho banco (Considerando 23° de la sentencia de casación).

Posición de la Excma. Corte Suprema acerca de la utilización de la información por parte de los reclamantes y de la infracción al deber de abstenerse de usar información privilegiada.

Conforme señala la Excma. Corte el Pacto Controlador, pese a estar en posesión de información privilegiada, recomendó al directorio la adquisición de las acciones ya referidas, todo lo cual significa que se valieron y sirvieron indebidamente del conocimiento que poseían y la influencia que dicha información tendría sobre tales valores (Considerando 23° de la sentencia de casación).

Posición de la Excma. Corte Suprema acerca del beneficio obtenido por el Pacto Controlador del uso de información privilegiada y del perjuicio causado a terceros.

Señala la Excma. Corte que no es efectivo que de la operación de compra de acciones del día 4 de diciembre por parte del Pacto Controlador no se haya derivado beneficio para ellos ni perjuicio para otras personas, ello por cuanto la operación de compra realizada por el Grupo Penta forzó al Grupo Luksic a negociar directamente con ellos la venta del paquete de control, vendiendo varios días después Penta al grupo Luksic todas sus acciones en el Banco de Chile, recibiendo \$60 por acciones que días antes habían adquirido en \$50 derivándose beneficio a su favor (Considerando 24° de la sentencia de casación).

En lo que se refiere al perjuicio causado a terceros, el comportamiento de los demandantes forzó el curso de los acontecimientos hacia su propia conveniencia, impidiendo que otros inversores pudieran participar, en igualdad de condiciones, de los beneficios de la operación ya descrita, resultando entonces agraviados estos últimos (Considerando 25° de la sentencia de casación).

Conclusión de la Excma. Corte Suprema al acoger el recurso de casación en el fondo.

Concluye la Excma. Corte Suprema señalando que, por lo antes expuesto, los actores utilizaron indebidamente el conocimiento que poseían respecto de la próxima compra de acciones por parte del Grupo Luksic, información privilegiada pues no había sido divulgada al mercado y representaba para quien la conociera una situación de privilegio que le imponía ciertos deberes de conducta, la que condicionó y determinó la actuación de aquellos, que no habrían actuado de la manera que lo hicieron de no haber conocido la aludida información y finalmente acarreado como efecto que el precio bursátil aumentara a \$50 por acción (Considerando 26° de la sentencia de casación).

8.7 Comentario final

De la misma manera en que se hizo respecto de la sentencia de la Excma. Corte Suprema, el recurso interpuesto en su contra y la sentencia de primera instancia, comentaremos el caso buscando sistematizar por separado las diversas cuestiones que fueron discutidas en el pleito.

8.7.1 En relación al reproche subjetivo que puede realizarse respecto de los sancionados en el supuesto uso de información privilegiada

La sentencia de la Excma. Corte Suprema no se refiere derechamente a la intencionalidad o posición subjetiva del agente a quien se imputa uso indebido de información privilegiada, en tanto destaca únicamente la amplitud de las normas legales que rigen la materia.

En consideración de *Rodríguez Grez*, cualquier interpretación que prescinde de los elementos de naturaleza subjetiva respecto de quien se le imputa la comisión de una conducta sancionable “(...) *nos aproxima peligrosamente a una verdadera responsabilidad objetiva de carácter penal que la ley no ha consagrado y que constituye un atentado a la libertad de oportunidades, que es uno de los elementos fundamentales en el funcionamiento del mercado*”¹³⁸. Sobre esa base, adiciona que sólo puede darse la figura de uso indebido de

¹³⁸ RODRIGUEZ Grez, Pablo. Comentario de jurisprudencia sobre uso de información privilegiada. Revista Actualidad Jurídica. 15: 2007.

información privilegiada cuando exista dolo o culpa y la infracción esté tipificada por la ley; concluyendo que no existió dolo ni culpa en los sancionados, en tanto no hubo por parte de ellos la intención de aprovecharse de la proposición formulada por un accionista, sino que su conducta estuvo orientada por el legítimo interés de defender sus derechos como integrantes del Pacto de Control.

Posición contraria manifiesta *Pfeffer Urquiaga*, quien señala que “*Para castigar la infracción de esta obligación de resultado no se requiere acreditar culpa ni dolo por parte del incumplidor. El solo incumplimiento es, al menos, expresión de culpa*”¹³⁹.

8.7.2 La defensa del control

El profesor *Rodríguez Grez* y el autor *Lavín de Tezanos P.* estiman que el Pacto Controlador se limitó a realizar un acto lícito de defensa de control. En ese orden de ideas, *Rodríguez Grez*, además de sostener que la intención de los reclamantes fue dicha defensa y no valerse de la información privilegiada, señala que “*si se estimara que se ha generado una información privilegiada, los accionistas que recibieron la proposición habrían quedado paralizados, a disposición del informante, sin poder adoptar medida alguna en resguardo de sus derechos. Sería esta una hábil estrategia para imponerse a los competidores, todo lo cual resulta simplemente absurdo*”¹⁴⁰.

Asimismo, entiende el mismo autor que en razón de lo anterior no hubo por parte de los sancionados la intención de aprovecharse de la proposición formulada por un accionista, sino que su conducta estuvo orientada por el legítimo interés de defender sus derechos como integrantes del Pacto de Control.

Por su parte, *Pfeffer Urquiaga* es de la opinión que el deber de abstención es absoluto, bajo todo respecto, configurándose un deber de conducta bajo categoría de obligación de resultado. En concreto, estima que “*La prohibición de adquisición y enajenación para sí o para terceros de los valores sobre los cuales se posea información privilegiada, se traduce en un impedimento total y absoluto de compra y/o venta. (...) Se*

¹³⁹ PFEFFER Urquiaga, Francisco. A propósito de una sentencia sobre uso de información privilegiada. *Revista Actualidad Jurídica* (15): 287, 2007.

¹⁴⁰ RODRIGUEZ Grez, Pablo. Comentario de jurisprudencia sobre uso de información privilegiada. *Revista Actualidad Jurídica*. 15: 2007.

trata de una obligación de resultado. A quien conoce la información privilegiada se le exige un determinado comportamiento. Si se aparta de él, incurre en infracción del deber de conducta, por lo que deberá ser sancionado”¹⁴¹. Bajo esta perspectiva la excepción de defensa de control no resultaría admisible.

8.7.3 Respecto de si las intenciones de negocios pueden ser calificadas de información privilegiada

Estima la Excma. Corte que la información-intención transmitida por el señor Luksic a miembros del Pacto Controlador si se adecua al concepto de *cualquier información* a que hace referencia el artículo 164 de la LMV, más aun si según el máximo Tribunal en la causa quedo establecido que era información cierta y concreta, tanto así que condicionó el actuar de los reclamantes.

Por el contrario, para el profesor *Rodríguez Grez*¹⁴² se trató únicamente de la comunicación de una estrategia comercial, relacionada con el abandono de la posición de inversionistas pasivo del Banco de Chile, pero que podía concretarse de diversos modos, por lo tanto no era una información concreta ni cierta como es exigible para configurar información privilegiada. Así, el profesor *Rodríguez Grez*¹⁴³ sostiene que no se trató de un hecho objetivo, real y serio: (i) no sería objetivo, en tanto era información sobre un contexto eventual, unido a otras proposiciones contradictorias o subsidiarias; (ii) tampoco real, en tanto no existía un acuerdo del directorio de Quiñenco, sino una mera proposición no discutida ni aprobada; y, (iii) tampoco era seria, en tanto no era inminente o irreversible.

¹⁴¹ PFEFFER Urquiaga, Francisco. A propósito de una sentencia sobre uso de información privilegiada. Revista Actualidad Jurídica (15): 287, 2007.

¹⁴² RODRIGUEZ Grez, Pablo. Comentario de jurisprudencia sobre uso de información privilegiada. Revista Actualidad Jurídica. 15: 2007.

¹⁴³ Ídem.

8.7.4 En relación a la incidencia de la información en el precio de los valores a los que se refiere

Señala el artículo 164 de la LMV en lo pertinente que es información privilegiada “(...) *aquella no divulgada al mercado y cuyo conocimiento, por su naturaleza, sea capaz de influir en la cotización de los valores emitidos (...)*”. Al respecto, el profesor *Rodríguez Grez* es de la opinión de que al tratarse de una estrategia comercial del grupo Luksic, difusa y susceptible de diversos caminos alternativos, la información, por sí sola, no incidía directa y necesariamente en la cotización de los valores emitidos; cuestión que fundamenta además en que el valor de la información quedaba a merced de los presuntos infractores, razón por la cual señala que la influencia en el mercado de aquella información dependía de un acto propio, y no del acto del informante¹⁴⁴.

8.7.5 Respecto si los miembros del Pacto Controlador eran sujeto del deber de abstención conforme las normas de información privilegiada y de la supuesta necesidad de existencia de una relación fiduciaria

El artículo 165 de la LMV establece el deber de abstención en el uso de información privilegiada respecto de “*cualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación tenga acceso a información privilegiada (...)*”. Como hemos apreciado, en el juicio en comento se discutió si los miembros del pacto controlador podían ser considerados dentro del sujeto contemplado en esta norma, tanto en la existencia de una relación, como respecto de si ella debe necesariamente ser *fiduciaria* o de confianza.

Al respecto, la Excma. Corte Suprema no se pronunció expresamente sobre la materia, sin perjuicio de que se sobreentiende que comparte la teoría de la SVS de que la *relación* que existía entre los miembros del Pacto Controlador y el grupo Luksic era su calidad de accionistas que disputan el control del Banco de Chile y, asimismo, que rechaza la necesidad de que dicha relación sea fiduciaria.

Por su parte, el profesor *Rodríguez Grez*, conforme su opinión de que la prohibición de uso de información privilegiada se funda en la lealtad, ella necesariamente exige una

¹⁴⁴ Ídem.

relación fiduciaria con el emisor de valores. Estima entonces que *“debe existir un vínculo orgánico con el emisor que le permita tomar conocimiento de aquello que les está vedado a los demás”*.¹⁴⁵ Agrega que debe tratarse de una información gestada en el ente emisor o que es de su dominio, y que en este caso *“la información no pertenecía al emisor, fue generada al margen de su actividad, se trató de personas que no tenían una vinculación fiduciaria con el mismo y que correspondía a negociaciones que son propias de los accionistas”*¹⁴⁶.

8.7.6 Respeto de la existencia de perjuicios de terceros

Según se explicó, la Excma. Corte Suprema, sin referirse a la necesidad de la concurrencia de perjuicios para que sea susceptible sancionar a una persona por uso de información privilegiada, estima que se produjo un perjuicio a terceros, consistente en que aquellas personas que vendieron sus acciones el día 4 de diciembre de 2000 al Grupo Consorcio en \$50 no pudieron hacerlo posteriormente al precio de \$60 pagados posteriormente por los mismos valores por el Grupo Luksic al Pacto Controlador.

Al respecto, *Rodríguez Grez* estima que las el conocimiento de el Pacto Controlador de las intenciones de Quiñenco no produjo perjuicio alguno, pero sí beneficio para varios accionistas que alcanzaron a enajenar sus acciones al cumplirse parcialmente la orden de compra del Grupo Consorcio, al precio de \$50 por acción. Por otro lado, estima que *“Para configurar el perjuicio que hiciera posible aplicar esta sanción, la Corte Suprema invoca, erradamente a nuestro juicio, la negociación posterior a la oferta inicial de Andrónico Luksic, lo cual constituye, por así decirlo, una fase diversa en estas relaciones, sin un lazo causal que justifique la unión de ambas tratativas”*¹⁴⁷.

Asimismo, señala el autor citado que el precio de \$60 que se pagó posteriormente por el Grupo Luksic al Pacto Controlador incluye el precio por el control, por lo que no tiene relación necesaria con simples tratativas individuales que pudiesen realizarse.

¹⁴⁵ RODRIGUEZ Grez, Pablo. Comentario de jurisprudencia sobre uso de información privilegiada. Revista Actualidad Jurídica. 15: 2007.

¹⁴⁶ Idem. .

¹⁴⁷ RODRIGUEZ Grez, Pablo. Comentario de jurisprudencia sobre uso de información privilegiada. Revista Actualidad Jurídica. 15: 2007.

8.7.7 Conclusiones

La sentencia de la Excma. Corte Suprema sigue un criterio amplio respecto del concepto, requisitos y deberes a que da lugar la información privilegiada. En efecto, respecto del sujeto de la prohibición, extiende el concepto de relación, entendiendo que puede ser cualquier persona, sin exigir -más bien no toca el punto- una relación fiduciaria entre el emisor a quien se refiere la información y quien la usa. A su vez, tratándose del elemento subjetivo o intencional, el máximo Tribunal contribuye mediante omisión a profundizar el criterio de responsabilidad objetiva en esta materia, en tanto descarta el ejercicio de la defensa del control por el Pacto Controlado, como finalidad del uso de la información-intención recibida del Grupo Luksic.

En el mismo sentido, la Excma. Corte Suprema entiende en términos amplios el concepto “cualquier información”, señalando que emanando ella de una persona jurídica no es necesario que conste por escrito y a través de las formalidades que para otros casos exige la ley, explicando que basta que sea una información seria y concreta para calificar de privilegiada.

CAPÍTULO 9. SEGUNDO CASO ANALIZADO: ENERSIS – ENDESA ESPAÑA

La venta de acciones por miembros de pacto controlador de una sociedad anónima que a su vez eran directores, y la celebración de otras operaciones, lo cual fue calificado de infracción a sus deberes legales.

Por sentencia de fecha 11 de julio de 2005, en el marco de un procedimiento judicial de reclamación de sanciones administrativas, la Excma. Corte Suprema declaró, en síntesis, que el Pacto Controlador de ENERSIS existente en el año 1997 incurrió en uso de información privilegiada, al enajenar sus acciones en sociedad con participación en el pacto de control de ENERSIS, con conocimiento de la intención de Endesa España de tomar el control de ENERSIS; en virtud de lo cual mantuvo firmes las multas aplicadas por la SVS a los miembros del referido Pacto Controlador, señores Luis Fernando Mackenna, José Yuraszeck y Marcos Zylberberg.

9.1 Hechos que motivaron la aplicación de sanciones por uso de información privilegiada

Durante el año 1997 la sociedad anónima abierta ENERSIS era contralada, a través de personas jurídicas relacionadas, por los señores Luis Fernando Mackenna, José Yuraszeck y Marcos Zylberberg (“Pacto Controlador”), quienes a su vez tenían la calidad de gestores y administradores de la sociedad, siendo el señor Yuraszeck gerente general de ella.

Ese año, la sociedad española Endesa S.A. (“Endesa España”), tenía la intención de adquirir ENERSIS. Con ese objeto, ejecutivos de Endesa España se acercaron a los miembros del Pacto Controlador, con el objeto de negociar la transferencia de un paquete accionario significativo que permitiera controlar las acciones serie B de las sociedades Cía. de Inversiones Luz y Fuerza S.A., Cía. Los Almendros S.A., Cía. Inversiones Chispa Uno S.A. Cía. de Inversiones Chispa Dos S.A. y Cía. de Inversiones Luz S.A. (en adelante “Chispas”). También intervinieron en las operaciones, en calidad que se ha denominado “gestores claves”, los señores Arsenio Molina, Marcelo Brito y Eduardo Gardella, todos ellos, directores de las sociedades denominadas Chispas y ejecutivos en cargos diversos en ENERSIS.

Los gestores clave detentaban el control de ENERSIS del modo siguiente: según los pactos sociales, el 0,06% del capital accionario de las sociedades CHISPAS serie B más un pequeño número de acciones serie A, permitía tomar las decisiones en las sociedades Chispas, y se podían elegir en la totalidad de los Directorios de estas sociedades; y, a su vez, por un efecto cascada elegía a la mayoría de los directores de las sociedades a quienes éstas controlaban, entre ellas ENERSIS. Lo anterior, más la confianza que el resto de los accionistas de las CHISPAS, de ENERSIS y de sus filiales habían depositado en los gestores claves, era lo que permitía a este grupo de personas ser los controladores del conglomerado empresarial ENERSIS.

Ahora bien, la negociación señalada se concretó por medio de un contrato de compraventa que alcanzaba el 51% de sus acciones, celebrándose conjuntamente un contrato de promesa del 49% restante sujeto a varias condiciones, acciones prometidas que

por preferencia de los estatutos eran indispensables para controlar la administración de las sociedades Chispas.

En concreto, la operación jurídica realizada contiene cuatro contratos fundamentales: (i) un contrato de compraventa del 51% de las acciones Serie “B” de las sociedades Chispas; (ii) un contrato de promesa de compraventa del 49% restante; (iii) un contrato de Gestión, mediante el cual los siete ejecutivos principales del grupo ENERSIS (gestores claves) se obligaban a mantenerse en sus cargos después del cambio de controlador de esa empresa, y contrato de Alianza Estratégica en que Endesa España pasaría a controlar ENERSIS, al sustituir a los miembros del Pacto Controlador en el control de las sociedades Chispas; y, (iv) además se consideraba la constitución de una nueva sociedad, Euroluz, por cuyo intermedio se canalizarían las inversiones que los demandantes y los restantes vendedores de acciones Chispas (Serie A) desearan hacer en acciones de Endesa España, en proceso de privatización.

En el contrato de gestión las partes declaran que para los gestores claves todos y cada uno de los aspectos y materias contenidos en el contrato, se pactan considerando esencial la absoluta reserva y confidencialidad, acordándose una cláusula penal de US \$ 10.000.000 por el incumplimiento de dicha obligación por parte de ENDESA.

Para los objetos señalados en el párrafo precedente, Endesa España, a través de ELESUR S.A., abriría un Oferta Pública de Acciones (OPA), quedando todos los contratos -incluida la compraventa de las acciones serie B de las Chispas-, sujetos a la condición suspensiva de que aceptaran la oferta pública al menos titulares de un 66,67% de los accionistas de dichas compañías, salvo el caso de LUZ S.A. en el que el porcentaje mínimo sería de 50,1%.

En síntesis, todas estas operaciones perseguían traspasar el control de ENERSIS a ENDESA S.A. manteniéndose los gestores claves en puestos directivos y, a juicio de la Superintendencia de Valores y Seguros, bajo el expreso y oculto compromiso de favorecer en sus decisiones los intereses de quienes ostentarían el control, vulnerando con ello el mandato legal de hacer prevalecer el interés social por sobre el de sus accionistas individualmente considerados.

9.2 Proceso de aplicación de sanciones seguido por la SVS en contra de los miembros del Pacto Controlador, por uso de información privilegiada

Luego de ponderar los hechos descritos, a juicio de la SVS los miembros del Pacto Controlador resolvieron un conflicto entre su propio interés y el de la sociedad y sus demás accionistas de manera indebida, al promover, negociar y cerrar, a través de la suscripción de un conjunto de contratos ya mencionados, una operación comercial destinada a materializar el ingreso de ENDESA ESPAÑA como nuevo accionista controlador de ENERSIS, permaneciendo los gestores claves, encabezados por el señor Yuraszeck, al frente de la administración del grupo ENERSIS; administrándola y ejerciendo su control en función y defensa de los intereses del nuevo accionistas controlador, ENDESA ESPAÑA.

Según la SVS, la actuación de los sancionados es indebida, en tanto antepusieron y privilegiaron su interés personal y el de ENDESA ESPAÑA en contra del interés del conglomerado de sociedades que conformaban el grupo ENERSIS, y de sus demás accionistas, intereses que estaban obligados legalmente a defender en función de los cargos directivos y/o ejecutivos que respectivamente ocupaban, como también en las Chispas.

En concreto, la SVS estimó: (i) infringido el artículo 39 inciso 3° de la LSA, al actuar los gestores clave en el ejercicio de sus respectivos cargos en pos del interés de sólo uno de los accionistas -ENDESA ESPAÑA-, actitud que tendría como contraprestación el pago por ENDESA ESPAÑA de un sobre precio en las acciones serie B de las Chispas que fueron vendidas; (ii) que los gestores clave no podían disponer libremente de sus acciones, atendida la posición que ostentaban en ENERSIS y en las sociedades CHISPAS, como ejecutivos de la primera y directores de la segunda; (iii) a los sres. Brito, Gardella, Molina, Mackenna y Yuraszeck se les reprochó no haber informado oportunamente al Directorio de ENERSIS que ENDESA ESPAÑA pretendía tomar el control de la misma y de sus filiales a través de la compra de las acciones serie A de las CHISPAS; (iv) haberse comprometido a vender los reclamantes sus acciones clase A y B sin solicitar autorización, ni informar al Directorio de ENERSIS que habían negociado las acciones CHISPAS de que eran titulares, comprometiendo políticas y materias relativas a ENERSIS y al grupo CHISPAS, que podían ser acordadas sólo por un representante de aquellas, debidamente facultado, lo que importó hacer prevalecer intereses propios por sobre los sociales y ocultar información en

cuanto a la celebración de un contrato de gestión, privilegiando así sus intereses personales por sobre los de la sociedad.

La SVS aplicó las sanciones de multa a los señores Luis Fernando Mackenna E. por un monto de UF 400.000; a José Yuraszeck y Marcos Zylberberg k por UF 650.000 cada uno; a Eduardo Gardella por UF 120.000 y, finalmente, a Arsenio Molina y Marcelo Brito por UF 200.000, resultando un total de UF 2.220.000

Por último, cabe señalar que todas las resoluciones sancionatorias concluyen que “ante los múltiples y evidentes conflictos de interés envueltos en la compleja negociación llevada a efecto entre otros por los sres. Brito, Molina, Gardella, Zylberberg, Mackenna o Yuraszeck, con ENDESA ESPAÑA, éstos no informaron oportunamente a los órganos sociales respectivos el interés que tenían, ni se inhibieron o excusaron en aquellos actos que favorecían sus intereses, así como tampoco se abstuvieron en las ocasiones que correspondían o solicitaron en su caso, autorización para celebrar aquellos actos y contratos. De esta forma confundieron sus intereses particulares con los de las sociedades en las que se desempeñaban, como Gerente General, Director o Presidente, en su caso. En consecuencia respecto a la sociedad de su representación o en aquellas que eran Director, Presidente o Gerente no emplearon en el ejercicio de sus correspondientes funciones a lo menos el cuidado y diligencia que los hombres emplean ordinariamente en sus respectivos negocios”.

9.3 Procedimiento judicial de reclamación de multas seguido por los sancionados en contra de la Superintendencia de Valores y Seguros

Los sancionados interpusieron reclamaciones judiciales de multa en contra de la SVS, conforme dispone el artículo 30, inciso 2° del DL. 3538, Ley de la Superintendencia de Valores y Seguros, la que se radicaron y conocieron por diversos tribunales de la República, hasta su acumulación ante el 25° Juzgado Civil de Santiago en primera instancia. En la reclamación se solicita que las sanciones impuestas sean dejadas sin efecto, con costas de la causa.

A continuación, y conforme se señaló en la introducción de este capítulo, extractaremos las sentencias de primera instancia, segunda instancia y de casación, para

luego terminar la exposición del caso con el comentario que merece la decisión de término pronunciada por la Excma. Corte Suprema.

9.3.1 Resumen de la sentencia de primera instancia

a)- Exposición de la reclamación

A continuación se expondrán los argumentos en virtud de los cuales los reclamantes solicitan que sea desechada la multa impuesta, los que han sido extractados por este autor:

- No existe contradicción entre los intereses como accionistas y cargos directivos de los miembros del Pacto Controlador.

Señalan que por medio de los contratos de compraventa de acciones, los gestores claves venden acciones que están dentro de su patrimonio; en cambio, tratándose del Contrato de Alianza Estratégica, el señor Yuraszeck, en representación de ENERSIS, celebró una convención que tuvo por objeto limitar las facultades de un nuevo controlador, asegurando, de esta manera, que no se interrumpa el proceso de crecimiento, expansión y desarrollo de dicha empresa en el ámbito de América Latina; en el Contrato de Gestión siete ejecutivos considerados claves para la marcha y administración de ENERSIS se comprometen a seguir en sus cargos, sin perjuicio de las facultades que corresponden a los órganos administrativos del holding y sus filiales; por último, en otro contrato se promete la venta del 49% restante de las acciones serie B, determinándose un precio fluctuante en función de la mantención por parte de ENDESA ESPAÑA del control de ENERSIS, decisión que no dependía de los ejecutivos ni tampoco exclusivamente del comprador.

- Todos los contratos fueron celebrados buscando siempre evitar cualquier conflicto de interés.

Por otro lado, los reclamantes señalan que contrataron cuidando de evitar cualquier conflicto de interés, velando porque nadie experimentara perjuicio con ocasión del cambio

de control de ENERSIS, mediante el traspaso del mismo esquema que había servido a los vendedores para este efecto y que estaba en pleno conocimiento del mercado.

Además, para velar por los accionistas serie A, señalan que siempre cuidaron de que todo lo acordado quedara sujeto a la condición suspensiva de que la oferta pública de acciones (OPA) recibiera la aprobación mayoritaria necesaria, velando así para que prevaleciera el interés social por sobre el interés particular de los reclamantes, privilegiando los intereses de los accionistas de las sociedades Chispas y de esta compañía; así como los de ENERSIS desde una doble perspectiva, a saber, evitando el desmantelamiento de su cuerpo ejecutivo y asegurando sus proyectos de expansión y desarrollo en América Latina.

- No existe prohibición legal de que los gestores claves enajenasen sus acciones.

Señalan los reclamantes que no existe prohibición que impida que en su calidad de administradores de una sociedad no puedan enajenar libremente acciones de ella.

Una opinión contraria importa restringir ilegalmente un derecho constitucionalmente garantizado a todas las personas en el artículo 19 n° 24 de la Constitución Política de la República, que no tiene otras limitaciones que no sean aquellas expresamente establecidas en la ley.

Así, la SVS actuaría en contra del derecho de dominio, particularmente del “principio de libre disposición de los bienes”, uno de los principales atributos del derecho de propiedad, agregando que si la ley no limita expresamente el ejercicio de un derecho debe concluirse que lo permite, más aún cuando a través de él se realiza un interés amparado por ella.

- En relación a la legalidad de los contratos de compraventa y promesa de venta de acciones.

Respecto al contrato de compraventa, los reclamantes argumentan que sus diversas estipulaciones conciernen sólo a vendedor y comprador, cuestión reconocida incluso en las resoluciones de la SVS. Sin embargo, la misma institución posteriormente reprocha a los

multados por no haber procedido a vender las acciones de otro modo y a otros precios, asumiendo el rol de un asesor financiero que la ley no le otorga.

Respecto al contrato de promesa de compraventa del 49% de las acciones serie B de las Chispas, los reclamantes ponen acento en dos aspectos. El primero dice relación con que parte del precio de las acciones que se promete vender queda sujeto a la mantención, por parte de ENDESA ESPAÑA, del control de ENERSIS en el curso de los primeros cinco años; y, el segundo, con que dicho precio se sujeta a la condición de que ENERSIS obtenga en el periodo comprendido entre los ejercicios 1997 a 2001 un determinado monto de utilidades líquidas anualmente.

La primera condición se funda en que, si ENDESA ESPAÑA perdía el control de ENERSIS las acciones adquiridas a los reclamantes, ellas se depreciaban considerablemente, lo cual causa perjuicio sólo a los reclamantes. La segunda condición, en cambio, beneficia a los reclamantes pero también a ENERSIS y a sus accionistas, ya que serían ellos los directos beneficiarios con un incremento importante de dichas utilidades.

Señalan además que si ENDESA ESPAÑA obtuviera ahorros efectivos de los pagos realizados por las compras efectuadas en la oferta pública de acciones de la serie A de las sociedades Chispas, estos recursos se pagarían hasta una suma determinada a las CPA (Sociedades en comandita por acciones) que intervinieron en el negocio.

Expresan, por último, que no existe acuerdo, disposición o cláusula que pueda afectar, ni directa ni indirectamente, los intereses de los terceros, particularmente de ENERSIS, sus accionistas, las sociedades Chispas y sus accionistas.

- En relación con la legalidad del Contrato de Gestión.

En relación con el Contrato de Gestión, los reclamantes expresan que se comprometieron, en virtud de su experiencia, a hacer sus mejores esfuerzos para mantener el esquema de control, manteniéndose en sus cargos no obstante el cambio de controlador, favoreciendo la integración de ENDESA ESPAÑA con al grupo ENERSIS y el cumplimiento del contrato que aseguraba a ENDESA ESPAÑA la plena continuidad de sus proyectos de desarrollo y expansión.

- En relación con la legalidad del Contrato de Alianza Estratégica.

El Contrato de Alianza Estratégica tiene como causa la circunstancia de que ENERSIS había agotado la capacidad de inversión prudente de sus recursos y, en consecuencia, estaba impedida de acentuar su política de desarrollo en el continente.

Al respecto, señalan que a ENERSIS le interesaba que no se produjera un cambio de los principales ejecutivos de la empresa, ya que ellos habían asumido con éxito la tarea de expansión de la empresa y sus filiales, con resultados excelentes al punto que en pocos años se transformó en el conglomerado más dinámico e importante del país.

- Relación entre los diversos intereses en juego (gestores clave, sociedad, accionistas).

Ninguno de los contratos, incluido el Contrato de Gestión, contrapone los intereses de sus suscriptores con los intereses de la sociedad o de los accionistas sino que, por el contrario, los implica y armoniza.

En efecto, los reclamantes alegan la existencia de un marco de intereses concurrentes, de propósitos comunes, lo que no significa que estos contratos constituyen un solo todo, como ha pretendido la SVS. El objetivo de los contratos era lograr el desarrollo de un gran proyecto de internacionalización de ENERSIS, que al momento de la negociación se encontraba en marcha, pero con debilidades debido a la falta de recursos para enfrentar nuevas inversiones y fortalezas como el estudio y capacidad de su cuerpo directivo.

Lo anterior, a juicio de los reclamantes, impide descubrir “conflictos de intereses”, ya que se parte de la base de evitarlos en el contexto general de lo acordado. Así, el Contrato de Alianza Estratégica, en que no participan como beneficiarios, fue convenido en beneficio directo de ENERSIS, para amparar su giro y futuros negocios ante el cambio de controlador, lo que demuestra ausencia de conflicto de interés. Por su parte, los contratos de compraventa y promesa de compraventa, aunque celebrados por particulares (accionistas serie B) estaban condicionados por decisiones ajenas (la de los demás accionistas de las

sociedades Chispas), todo ello en función de los intereses generales, con prescindencia de los intereses particulares.

- Posición de los reclamantes en relación a la venta de sus propias acciones y a las operaciones objetadas.

Según los reclamantes, siempre estuvieron en la posibilidad de prescindir del futuro de ENERSIS y de los demás accionistas de las CHISPAS, enajenar sus acciones y seguir sirviendo los intereses del nuevo controlador (ENDESA ESPAÑA). En ese caso, nada habría sucedido y no se habría originado una investigación y conmoción pública.

Sin embargo, los reclamantes señalan que optaron por asumir el resguardo de los intereses de la sociedad y sus accionistas -sin comprometer sus derechos-, con la firme convicción de que era necesario conservar el grupo ENERSIS como continuador de un plan de grandes proyecciones, existiendo de ese modo una ponderación armónica de cada uno de los contratos.

- Requisitos necesarios para que exista un conflicto de interés.

Señalan los reclamantes que para estar en presencia de un conflicto de interés no es suficiente considerar la calidad de las personas que celebran determinados contratos sino que, además, es necesario revisar sus propósitos y objetivos y cómo ellos se transmiten a los demás contratos. Tampoco basta invocar una cláusula aislada de un contrato, como causal de lesión de quien se represente, ya que esta forma de argumentar llevaría a descabelladas conclusiones.

Para que exista un conflicto de interés es necesario que un sujeto determinado, que se encuentre debidamente facultado para resolver el conflicto, esté en posición de hacer prevalecer un interés patrimonial sobre otro de la misma índole, el que es sacrificado en beneficio propio.

En concreto, a juicio de los reclamantes en virtud de lo dispuesto en los artículo 42 nº 1, nº 6 y nº 7 de la LSA, para que exista un conflicto de interés es necesario que: (a)

exista un “interés social” que puede alcanzarse o concretarse por obra de la decisión de una persona sancionada; (b) que se provoque un beneficio, provecho o ganancia en favor de la persona o tercero relacionado, interés que pudo quedar radicado en el patrimonio de la sociedad; (c) que exista relación causal entre la decisión y la adquisición del provecho que se reclama; y, (d) que exista un perjuicio para el patrimonio de la sociedad, equivalente al beneficio correlativo del infractor de la norma.

En cuanto a los requisitos del interés, señalan que debe ser directo, pecuniario e inverso al interés personal, por lo afirman que no existe un conflicto de interés si se adopta una decisión en beneficio propio que no compromete los derechos de la sociedad y las decisiones que se toman en beneficio de la sociedad.

- Razones por las cuales la celebración de los contratos no es constitutivo de conflicto de interés.

Señalan los reclamantes que la suscripción de varios contratos, en un contexto de relaciones comunes o entrelazadas, no implica siempre un “conflicto de intereses”, ya que en vez de representar intereses contrapuestos pueden representar intereses coincidentes no excluyente.

En primer lugar, señalan los reclamantes que se produce conflicto de interés por la celebración del contrato de compraventa de acciones, ya que al suscribirlo los reclamantes únicamente se limitaron a disponer de bienes de su propiedad. Adicionan que, según la ley, son quienes pretenden asumir el control de una sociedad abierta los que están obligados a informar de su intención, como ocurrió el día 5 de agosto de 1997, pero no las personas que enajenan sus acciones en la sociedad objeto de la toma de control.

En segundo lugar, señalan los reclamantes que tampoco existe un conflicto de interés en la celebración del Contrato de Gestión y la Promesa de Compraventa. En el primero, porque su objeto era no dismantelar el cuerpo ejecutivo de la empresa y, el segundo, porque pretendía que, al condicionarse el precio de venta a los resultados positivos de la empresa, provocaba que todos resultaran beneficiados si aumentaban las utilidades operacionales de ENERSIS.

- Ausencia de perjuicios para la sociedad y los demás accionistas.

Argumentan los reclamantes que, por otro lado, ninguno de los Contratos causó daño patrimonial a la sociedad y sus accionistas sino que, por el contrario, grandes beneficios.

Por otro lado, argumentan que los beneficios obtenidos por los reclamantes provienen de la enajenación de acciones de su propiedad, por lo que se trata de beneficios que no podían radicarse en el patrimonio de las sociedades CHISPAS y de ENERSIS.

Más aún, los accionistas serie A de las sociedades CHISPAS obtuvieron por sus títulos un precio que supera en un 40% las transacciones bursátiles y, por su parte, los precios de las acciones de ENERSIS y sus filiales no experimentaron disminución de precio por esta negociación. Por último, afirman que no son pocos los accionistas que por diversos medios han conseguido de ENDESA ESPAÑA precios especiales de enajenación.

- Del precio por el control.

Los reclamante argumentan que las sociedades CHISPAS eran titulares del derecho a controlar ENERSIS, un bien incorporal de enorme valor económico, el cual fue incrementándose a medida que progresaba y se extendían positivamente los negocios de su giro. Este bien intangible estaba radicado en el patrimonio de cada una de las sociedades y podía ser cedido si así lo decidían sus accionistas.

- De la no aplicación al caso de la reforma a la Ley de Mercado de Valores.

Señalan los reclamantes que las modificaciones realizadas por la Ley 19.705, de 20 de diciembre de 2000, que reglamenta las ofertas públicas de adquisición de acciones, no son aplicables al caso (año 1997), sin perjuicio que contiene obligaciones que imponen las resoluciones reclamadas.

- De cómo los contratos se relacionan a favor de ENERSIS.

Continúan los reclamantes señalando que de lo dicho se concluye que no existió confrontación de intereses sino que, por el contrario, intereses coincidentes que se implican en uno con el otro en función de los intereses de ENERSIS, de su nuevo controlador y sus ejecutivos claves, sin que ello implique desmedrar, limitar o desconocer las prerrogativas de sus órganos administrativos.

- De la inexistencia de los conflictos de interés sancionados por la SVS.

Sostiene los reclamantes que la SVS en las resoluciones sancionatorias elaboran diversos e inexistentes “conflictos de interés”, que a juicio de la autoridad se habrían resuelto indebidamente en perjuicio de ENERSIS y de las CHISPAS, y a favor de ENDESA ESPAÑA y de los gestores clave.

Al respecto, en primer lugar señalan que la transferencia de control es un acto jurídico legítimo, frecuente en la vida empresarial y fruto de una economía libre que se rige por las tendencias y fuerzas del mercado.

En según término, señalan que es un error de la SVS unificar al propósito rector de la compraventa de las acciones de las series A y B de las CHISPAS con los demás contratos, ya que, como resulta evidente, la compraventa es el medio de los accionistas controladores para transferirlo a ENDESA ESPAÑA y, por su parte, los demás negocios buscan la mantención de ejecutivos clave en sus cargos y posiciones en el grupo ENERSIS y la obtención del pago del precio contingente aplazado.

Por su parte, el Contrato de Gestión se otorgó en beneficio de ENERSIS, porque su objeto era conservar la plana ejecutiva de esa empresa, no sólo a través de la permanencia de los reclamantes sino que también de otros 47 ejecutivos de ENERSIS y sus filiales, sin perjuicio de las facultades del Directorio y su Junta de accionistas, que no son parte del contrato y no están obligados a él. Se configura así una obligación de medios de ENDESA ESPAÑA de realizar los mejores esfuerzos para conseguir que quienes transfieren el control puedan mantenerse en el ejercicio de sus cargos en ENERSIS.

En relación al pago del precio contingente aplazado objeto de un contrato de promesa de compraventa, quedó sujeto al hecho de que ENDESA ESPAÑA, nuevo controlador, mantuviera esta calidad, ya que de lo contrario su inversión se depreciaba

considerablemente. Así, la pérdida del control no dependía de los gestores claves, sino de los accionistas de ENERSIS. Concluyen, entonces, que los gestores claves y ENDESA ESPAÑA no contrataron sobre un hecho propio, sino que sobre el hecho de un tercero, no pudiendo confrontarse en consecuencia intereses de ningún orden.

En relación al Contrato de Alianza estratégica, es un documento que se otorgó a favor de ENERSIS con el objeto de delimitar las facultades y potestades del nuevo controlador, especialmente en lo relativo a la expansión al mercado latinoamericano.

En esas condiciones, señalan que no existen los dos principales conflictos de interés que acusa la SVS, que señala fueron resueltos indebidamente al privilegiarse la calidad de accionista en desmedro de las responsabilidades en sus cargos de los gestores clave.

Argumentan los reclamantes que el problema se encuentra en que la SVS funda el conflicto de interés en el simple hecho de invocar diversas calidades de los gestores clave, pero sin reparar en el contenido e intención de los actos ejecutados que se acusan ilícitos. Tanto así, que al imputar la existencia de un conflicto de interés la SVS solamente contrapone los cargos de los reclamantes con el de los accionistas y vendedores de las acciones CHISPAS, de modo abusivo, ya que no se menciona ningún hecho específico en que se funde.

Continúan señalando que los reclamantes no se vieron enfrentados a conflicto de interés alguno y, en su caso, si ello eventualmente llegó a ocurrir, lo fue solo respecto de las acciones serie A, conflicto que no tiene nada de censurable y que se resolvió anticipadamente de modo adecuado, al preocuparse de velar preferentemente por los intereses de los accionistas de esa serie, estableciendo precios superiores a los de *boley* sobre sociedades anónimas y obligando a los interesados (ELESUR) a abrir una OPA a favor de los accionistas minoritarios en que se garantizaba la participación de todos los potenciales interesados. En cambio, respecto de la venta de las acciones serie B, nunca existió posibilidad alguna de que se suscitara un conflicto de interés, porque no había terceros interesados, ya que los únicos titulares de esas acciones eran los propios demandantes.

- En relación a la falta de información al Directorio de ENERSIS de la operación.

Señalan los reclamantes que se imputa a los señores Yuraszeck y Mackenna no haber informado oportunamente al directorio de ENERSIS que ENDESA ESPAÑA pretendía obtener el control de la misma y sus filiales, afirmando que esa conducta no era legalmente exigible y que sólo correspondía a ENDESA ESPAÑA, quien la cumplió en la forma establecida en el artículo 54 de la Ley de Mercado de Valores.

Afirman los reclamantes que también se les imputa no haber comunicado a ENERSIS o a las sociedades CHISPAS que ellos estaban negociando la venta de sus acciones serie A y B de las CHISPAS, afirmando que esa conducta no es exigible conforme a la ley y consiste en una creación intelectual de la SVS sin fundamento legal, no emanado del deber de fidelidad o de buena administración.

- En relación a la acusación de haber instado a los accionistas serie A a vender sus acciones.

Sostienen los reclamantes que carece de fundamento esta acusación y que, en realidad, lo único que se hizo fue condicionar la venta de sus propias acciones a la decisión mayoritaria de los accionistas serie “A” de vender las suyas, en un porcentaje de a lo menos un 66,67%.

- En relación al compromiso de asumir políticas determinadas respecto de ENERSIS y las sociedades del grupo empresarial.

Según la SVS en los Contratos se habrían comprometido “políticas y materias relativas a ENERSIS y a las sociedades integrantes del grupo empresarial”, lo que a juicio de los reclamantes es falso ya que ENERSIS no contrajo ni directa ni indirectamente, compromiso, obligación o deber alguno, que no fuere el que dimana del contrato sobre Alianza Estratégica.

- En relación al cargo de ocultamiento de información a ENERSIS y sus filiales.

Al respecto, señalan los reclamantes que ocultar información es desplazarla del conocimiento de quienes tienen derecho a enterarse de ella, actitud que sólo sería constitutiva de falta en caso que se demostrase que ENERSIS tenía derecho a enterarse de una convención privada que no contiene disposición alguna que sea atentatoria para sus derechos, intereses o expectativas.

- Conclusiones en relación a la existencia y solución de un conflicto de interés.

Afirman los reclamantes que, a buenas cuentas, se les imputa haber privilegiado la calidad de accionistas de las Chispas en contraposición al interés social de estas compañías, que preferentemente debían cautelar.

Al respecto, afirman que cada accionista tiene derecho a vender libremente sus bienes, sin cortapisa alguna y sin lesionar el interés social, y que la ley no obliga a una persona a llevar al Directorio las oportunidades de negocio de que tuviere conocimiento en su carácter de accionistas de la sociedad, ni mucho menos en el carácter de director de otra sociedad que, según la SVS, habría sido al condición en que se conocieron tales oportunidades.

Señalan que la oportunidad de negocio para los gestores clave era distinta que para los demás accionistas. Respecto a los gestores claves, la oportunidad estaba dada por la venta del poder político que representaban las acciones serie B, y no por la participación en el patrimonio de las compañías la que no era significativa, cuestión que no ocurría en relación al resto de los accionistas de las CHISPAS, razón por la cual el negocio que se les presentare a estos iba a ser distinto del que se presentaba a los reclamantes.

Asimismo, destacan que el interés social de las CHISPAS estaba indisolublemente ligado al de ENERSIS, y todas estas sociedades incrementaban su valor por la presencia de ENDESA ESPAÑA y, más precisamente, por el hecho de que por este medio se realizaban los aumentos de capital y alianzas que requería la presencia expansiva de ENERSIS en Latinoamérica.

- Del beneficio de la operación a ENERSIS.

Afirman los reclamantes que la venta de las acciones serie B de las sociedades CHISPAS operó a favor de las CHISPAS, en tanto la transferencia del control era un paso que favorecía su interés social y de su controlada ENERSIS. En ese sentido, cabe señalar que a los directorios de las CHISPAS siempre les pareció conveniente la inversión en acciones de ENERSIS, lo cual, por cierto, no era necesario reiterar en cada oportunidad. Los precios de las acciones de ENERSIS subía constantemente y mayor sería este ascenso como consecuencia de la participación y toma de control por parte de ENDESA ESPAÑA.

- Naturaleza expropiatoria de las multas impuestas.

A juicio de los demandantes se les aplicó una multa expropiatoria, en circunstancias que han dado estricto cumplimiento a la ley y se ha optado por el interés social por sobre el interés individual. No ha habido daño de ninguna especie para las sociedades involucradas ni para los accionistas de las mismas, por lo que la acción de la autoridad carece de justificación.

- Ausencia de facultades de la SVS para aplicar las multas impuestas.

Los reclamantes sostienen que la SVS no tiene poder sancionatorio en el caso, habiéndose excedido en el ejercicio de sus facultades, infringiendo los artículos 6 y 7 de la Constitución Política de la República, reiterados en el artículo 2 de la Ley Orgánica de Bases de la Administración del Estado. Exceso que, a juicio de los reclamantes, implica un exceso de poder y una violación al principio “*nulla poena sine lege*”.

En concreto, los reclamantes señalan que las resoluciones sancionatorias se fundan en los artículos 28 y 27 del DL. 3538, Ley Orgánica de la SVS, sin que concurren los supuestos previstos en ninguna de esas normas.

En relación al artículo 27, esa norma no otorga poder sancionatorio sobre los accionistas de sociedades anónimas por infracciones que pudieran cometer a la legislación de este ramo, ni se encuentran en la numeración de las personas sujetas a la fiscalización de ese organismo que hace el artículo 3 de la Ley Orgánica. Lo que hace el artículo 27 de la Ley Orgánica es otorgar poder sancionatorio a la SVS sobre los gerentes, pero sólo cuando

la sociedad anónima es la que ha cometido una infracción, siendo facultativo para la SVS aplicar las sanciones a la sociedad. Sin embargo, el inciso segundo no tiene autonomía, sino que se aplica en la medida en que se haya establecido el supuesto del inciso primero.

Por otra parte, de la sola lectura del artículo 28 de la Ley Orgánica se demuestra que esta disposición legal es aplicable a sujetos fiscalizados por la SVS distintos a las sociedades anónimas, gerentes y directores regulados en el artículo anterior, o sea, se está refiriendo a todos los sujetos fiscalizados enumerados en el artículo 3 que no lo sean en carácter de sociedades anónimas.

En consecuencia, concluyen los reclamantes que las sociedades denominadas genéricamente como LAS CHISPAS, ENERSIS y ENDESA no han cometido infracción alguna a esas leyes, por lo que no es dable sancionar a los reclamantes en sus calidades de administradores, ya que éstos, los administradores y reclamantes, sólo sería plausible sancionarlos con multa cuando fuese la sociedad anónima misma la que hubiere cometido la infracción, que no es el caso.

Además, a juicio de los reclamantes la SVS carece de facultades para aplicar una multa por el 30% de la operación respecto de las personas naturales que sean empleados o directores de una sociedad anónima, en tanto sólo en el inciso final del artículo 28 de la Ley Orgánica se permite sancionar a esas personas naturales en las formas específicas que ahí se indican: censura, multa hasta 1000 UF y otras. En cambio, la norma que permite aplicar una multa de hasta 30% es la del artículo 29 del mismo cuerpo legal, la que se refiere sólo a las sociedades anónimas fiscalizadas por la SVS y no a las personas mencionadas en el inciso final del artículo 28, que es norma especialísima, a cuyo texto no se remite el artículo 29. Todo ello, fundado en que las normas que aplican sanciones no admiten interpretación extensiva ni aplicación por analogía.

Por otro lado, afirman los reclamantes que la SVS también habría aplicado una multa del artículo 29 de la Ley Orgánica no solo improcedente, sino que fuera de los casos previsto por él. En efecto, el monto de las multas aplicadas se funda en el artículo 29 de la Ley Orgánica, pero este solo faculta a la SVS para “fijar su monto -de la multa- de acuerdo a los límites en ellos establecidos o hasta en un 30% del valor de la emisión u operación irregular”. En los hechos, la SVS no ha limitado sus multas al máximo de 1000 UF

previstas en los artículos 27 n° 2 y 28 n° 2 de la Ley Orgánica, sino que las ha aplicado con un porcentaje del valor de la “operación irregular”.

Más aun, tampoco se dan los requisitos para la aplicación del artículo 29 de la Ley Orgánica, que son: (a) que se trate de operaciones irregulares susceptibles de apreciación pecuniaria; (b) que la infracción sea constitutiva de una acción y no de una mera omisión; y, (c) que la operación irregular haya sido realizada por la sociedad.

Al respecto, la infracción imputada por la SVS consiste más bien en una serie de omisiones en que habrían incurrido los reclamantes como gerentes y/o directores, por lo que no se cumpliría con el requisito legal de que exista una operación irregular, calificable a una actuación de la sociedad y no de los accionistas, por lo que tampoco cumple con el requisito legal, excediendo sus facultades como funcionario público, adoleciendo de absoluta nulidad de derecho público el acto sancionatorio.

- Conclusiones finales de los reclamantes en relación a los hechos, motivaciones de las operaciones y naturaleza de ellas.

- (1) Los reclamantes ejerciendo sus derechos patrimoniales en las sociedades CHISPAS, vendiendo las acciones y derechos de que eran propietarios, sin ningún obstáculo jurídico que se los impidiera en las condiciones acordadas libremente.
- (2) Los reclamantes estimaron que, en resguardo de los demás accionistas no controladores, debía subordinarse la venta a la decisión mayoritaria de los demás, en un porcentaje del 66,67%, por lo que la cesión de los derechos estaría respaldada por la voluntad mayoritaria de todos los accionistas involucrados en la operación. Condición que, a buenas cuentas, no tuvo otro fin que expresar la lealtad personal y preocupación por los derechos de los demás accionistas de las CHISPAS.
- (3) La transferencia del control a ENDESA ESPAÑA abría la posibilidad de incrementar la capacidad financiera de ENERSIS para enfrentar los nuevos proyectos que, por razones obvias, no volverían a presentarse en un futuro inmediato, lo que importaba

un aumento considerable del valor de las acciones de las sociedades CHISPAS, por la realidad financiera de ENERSIS, con el consiguiente beneficio para sus accionistas.

- (4) Se proyectó un Contrato de Alianza Estratégica con ENDESA ESPAÑA, que regularía las relaciones entre la empresa y el nuevo controlador. Ello, con el fin de mantener y potenciar procesos de internacionalización de ENERSIS, para resguardarla de las decisiones del nuevo controlador y afianzar el proceso de desarrollo y expansión de la misma en Latinoamérica.
- (5) Se ajustó con el nuevo controlador, y siempre sujeto a la aprobación de los accionistas de las sociedades CHISPAS que debían consentir mayoritariamente en la venta de sus acciones, un Contrato de Gestión, que permitía la mantención, sobre la base de ciertas condiciones, de siete gestores claves y 47 ejecutivos al frente de la empresa, sin perjuicio de los derechos y facultades de los organismos encargados de la administración de todas las sociedades involucradas.
- (6) Se proyectó la adquisición del 5% de las acciones de ENDESA ESPAÑA, en proceso de privatización, uniendo de esta manera los destinos de ambas empresas en un proyecto común que colocaría a los inversionistas chilenos en un alto grado de influencia en la empresa controladora de ENERSIS.
- (7) Ninguna de las cláusulas especiales de los contratos pueden estimarse como favorables únicamente para uno o más de los reclamantes. En efecto, el contrato de compraventa fue condicional, sujeto a la decisión mayoritaria de los accionistas serie A de las sociedades CHISPAS. El contrato de promesa de compraventa de las acciones serie B (49% restante) quedó sujeto a un precio contingente aplazado, que dependía de la mantención del control que se cedía a ENDESA ESPAÑA y a los resultados positivos, en términos de mayores utilidades causados por la gestión de los ejecutivos claves en ENERSIS. El Contrato de Gestión, que impone sólo el deber de realizar los mejores esfuerzos para lograr los fines que se proponen, permitía mantener a los llamados gestores claves y otros ejecutivos indispensables,

comprometidos con la empresa durante varios años y marginados del negocio eléctrico en caso de separación de los cargos.

- (8) La SVS habría actuado por una campaña pública de grandes proporciones, apoyada por el desacuerdo de algunos accionistas minoritarios que estimaban que el beneficio recibido que era significativo para todos podía ser aun mayor.
- (9) Lo anterior provocó el fracaso parcial de la negociación obligando a los reclamantes a resciliar los contratos de gestión y de promesa de compraventa, sustituyéndolo por un contrato de compraventa puro y simple sobre la base de un precio muy inferior al originalmente convenido.
- (10) Por lo anterior, ninguna de las convenciones generaron efectos jurídicos, no obstante lo cual han dado lugar a la sanción aplicada, con grave infracción jurídica.

- Peticiones al Tribunal.

Los reclamantes solicitan que se dejen sin efecto las resoluciones exentas correspondientes, todas emanadas de la SVS, en todas sus partes, y con ellas las multas que se aplican en ellas.

En subsidio en el caso de los señores Yuraszeck, Mackenna y Zylberberg, se rebajen a 1000 UF o a la suma que se estime ajustada a derecho. En el caso de los señores Brito, Molina y Gardella se rebaje la sanción aplicada a censura o a la suma que se estime ajustada a derecho.

Piden finalmente que se condene en costas a la demandada.

b)- Exposición de la contestación de la Superintendencia de Valores y Seguros

Aspectos generales.

La SVS describe los hechos, señala que las sociedades involucradas estaban sometidas a su fiscalización, señalando que el principal hecho reprochable a los gestores clave es la obtención de casi un tercio del precio total pagado por las acciones de las sociedades CHISPAS, de las cuales solo eran titulares en un 0,06%.

Refutaciones específicas.

- Hecho imputado.

El hecho imputado es la resolución indebida por los gestores clave de un conflicto de interés respecto de ENERSIS y las sociedades CHISPAS y sus accionistas, privilegiando su interés personal por sobre el de los segundos, con infracciones de sus deberes en calidad de gerentes o directores de ellos.

- Bien jurídico protegido.

Argumenta la autoridad que debe desecharse cualquier argumentación en el sentido de que sería necesaria la existencia de algún perjuicio derivado de las operaciones objetadas; señalando lo anterior sobre la base de que los bienes jurídicos protegidos en este caso son la fe pública, la igualdad entre los inversores y la transparencia, vulnerados en este caso por la ocultación de información realizada por los reclamantes a la empresa ENERSIS y sus accionistas.

- Normas infringidas.

Señala la SVS que los hechos imputados a los reclamantes constituyen infracciones a los artículos 30, 31, 39 41, 42 y 44 de la LSA, relativas a la administración de las sociedades anónimas y a las de los deberes y obligaciones de los directores, gerentes y ejecutivos de esas entidades, así como también a las relacionadas con la protección de los

accionistas minoritarios y a los deberes y obligaciones de los accionistas, normas de orden público.

La infracción a estas normas son las que fundamentas las sanciones aplicadas, y no se fundan por tanto en la sola transferencia de las que eran dueños o últimos beneficiarios.

- Naturaleza conjunta de los contratos celebrados.

Se trata de una negociación jurídica compleja en que todos los contratos celebrados se encuentran conforme a su finalidad relacionados los unos con los otros; todo lo cual no permite el desdoblamiento de las personas que los celebran, esto es, su consideración separada como accionistas y como director.

- En relación a los beneficios de los pactos celebrados por los gestores clave.

Señala la SVS que ellos son claramente favorables a ENDESA ESPAÑA y desfavorables a ENERSIS, especialmente en el sentido que la expansión internacional y la posición en America Latina de ENERSIS por el veto decisivo y determinante de la primera.

- Concepto de interés social infringido por los reclamantes, que antepusieron el propio a aquel.

Para la SVS el interés social es aquel común a todos los accionistas que se relacionan con el objeto y fin de la sociedad de dedicarse a determinadas actividades lucrativas, el que es vulnerado cuando es supeditado al interés particular de los directores de sociedades anónimas o al de accionistas que los escogieron.

- Concepto de conflicto de interés.

Señala la SVS que en nuestra ley no existe definición legal sobre tal concepto, por lo que a diferencia de lo que señalan los actores no existirían requisitos legales para configurar su existencia, sino que solo existen un conjunto de normas que señalan las conductas que deben ser seguidas por quienes se enfrentan a conflictos de interés.

- Intenciones de ENDESA ESPAÑA y los gestores clave.

La intención de ENDESA ESPAÑA era obtener el control; y la de los gestores clave vender sus acciones a un excelente precio, acceder a la propiedad de la primera y mantener sus cargos, para lo cual el grupo de gestores clave no dudó en comprometer seria y gravemente el futuro de ENERSIS y sus filiales, de la cual dejaron de ser accionistas.

- Posición respecto del Contrato de Alianza Estratégica y Contrato de Gestión.

El Contrato se suscribió por el señor Yuraszeck en extralimitación de funciones, y era gravemente perjudicial para los intereses de ENERSIS.

Por su parte, el Contrato de Gestión era igualmente beneficioso para los gestores clave pero perjudicial para ENERSIS, en tanto los mantenía en sus cargos con los respectivos poderes de decisión, acuerdo que además fue ocultado a dicha empresa.

- En relación a que los contratos de compraventa y promesa de venta de acciones solo competen a sus partes.

Señala la autoridad que los gestores clave estaban absolutamente comprometidos y requerían que los accionistas Serie A vendieran sus acciones a través de la OPA que dirigieron al efecto, al estar condicionado la venta y pago del 51% restante de las acciones Serie B al éxito de dicha operación.

- Finalidad última de los contratos celebrados.

La finalidad última de los contratos celebrados era lograr por los gestores clave un sobreprecio por sus acciones, lo que efectivamente hicieron, en tanto de haberse repartido el total del precio pagado de forma equivalente entre todos los accionistas por su 0,06% de participación solo les habría correspondido US\$900,000, mientras que el negocio los proveería de US\$ 506,000,000.

- Hechos y circunstancias que demuestran cómo y por qué los gestores claves actuaron por su interés y el de ENDESA ESPAÑA, en desmedro de ENERSIS.

La SVS señala que las cláusulas de los contratos celebrados -especialmente las de confidencialidad, y las que limitan el ejercicio de la actividad de ENERSIS-, demuestran la asimetría y desproporcionalidad de las prestaciones contractuales que, por una parte, beneficiaban solo a ENDESA ESPAÑA y, por la otra, perjudicaban los intereses, patrimonio y decisiones ejecutivas y directivas de ENERSIS.

Asimismo, señala la SVS que el riesgo de obtener un pago por sus acciones equivalente a su participación accionaria constituiría un perjuicio muy grande para los gestores clave.

Por otro lado, no debe olvidarse que con los diversos contratos los gestores clave mantendrían parte del control, ya que parte del precio pactado para la compraventa de las acciones Serie B se pagaba con acciones de ENDESA ESPAÑA.

Todo lo anterior permite concluir que los gestores clave actuaron indebidamente privilegiando su interés personal por sobre el social.

- Facultades fiscalizadoras y sancionatorias de la SVS.

La SVS sostiene que ha actuado dentro de sus facultades, en tanto debe velar y proteger la transparencia del Mercado de Valores y la igualdad de oportunidades de sus agentes partícipes, que fueron los valores de orden público económico gravemente transgredidos con esta operación.

- Solicitud de la SVS.

La SVS solicita que la reclamación sea desechada, con costas.

c) Parte considerativa y resolutive de la sentencia de primera instancia

A continuación se analizará la postura del Tribunal de Primera Instancia respecto de los puntos objeto de la reclamación, intentando sistematizar los diversos considerandos de la sentencia con dicha finalidad.

Normativa aplicable.

La sentencia desecha la aplicación de las normas que no se han citado como vulneradas, entre ellas la LMV.

Controversia.

La controversia se centra en la interpretación que se da a los contratos celebrados y a las actuaciones de los reclamantes en las diversas negociaciones y acuerdos que suscribieron con ENDESA ESPAÑA.

Cabe determinar si existió o no conflicto de interés y, si lo hubo, en que consistió, la forma en que fue resuelto y si las conductas de los actores eran exigibles o inexigibles legalmente. Agrega que los hechos posteriores a la fecha de las sanciones, aunque pudieren ser relevantes, no pueden aducirse como justificativos de lo resuelto.

En relación al Contrato de Alianza Estratégica.

El Tribunal concluyó que el directorio de ENERSIS otorgó las más amplias facultades a su Gerente General, lo que posibilitó la celebración de la Alianza Estratégica, acuerdo que fue comunicado a la SVS en su hecho esencial en tiempo y forma por el gerente general. O sea, el contrato de Alianza Estratégica fue debidamente avisado a las

autoridades, aprobado por el directorio y llevado a cabo por el gerente general dentro del marco de las facultades que le fueron conferidas, sin exceder sus atribuciones.

En relación al presidente el señor Mackenna, atendida su abstención en el acuerdo, no cabe imputársele responsabilidad alguna. Respecto a los señores Brito, Molina, Gardella y Zylberberg, no asistieron a esa sesión, por no formar parte del directorio de ENERSIS, por lo que no les cabe reproche en cuanto a la autorización para suscribir el Contrato de Alianza Estratégica.

En relación al supuesto conflicto de interés.

El Tribunal de Primera Instancia resuelve que, respecto al supuesto conflicto de interés, no se configura reproche respecto de los reclamantes que intervinieron en él, señalando que no implica un actuar negligente del Presidente del Directorio y del Gerente General, sino que por el contrario se advierte una preocupación por el conglomerado en general. Tanto así, que recién celebrado el contrato de Alianza Estratégica fue unánimemente aplaudido por todos los sectores, siendo calificado como el negocio del Siglo.

Otro elemento a considerar de la operación es que ENERSIS no tuvo que desembolsar monto alguno, ya que la inyección de capitales venía del extranjero y con ella podría fortalecerse y expandirse.

En cuanto a la forma de la SVS de determinar los eventuales responsables.

La sentencia pone en duda la forma de apreciar las conductas de los gestores claves realizada por la SVS para estimarlos sujetos de sanciones, ya que, por ejemplo, no estimó acreedor de multa a don Alfonso Torrealba Castro, aun cuando ostentaba la calidad de gestor clave y suscribió conjuntamente con los otros socios su misma condición.

Infracción de deberes de información de la intención de ENDESA ESPAÑA de tomar el control de ENERSIS.

Respecto a los reproches formulados a los señores Brito, Gardella, Molina, Mackenna y Yuraszeck por no haber informado oportunamente al Directorio de ENERSIS que ENDESA ESPAÑA pretendía tomar el control de la misma y de sus filiales, a través de la compra de las acciones serie A de las CHISPAS, la sentencia señala que tal exigencia debe entenderse cumplida, desde el momento que se solicitó autorización para celebrar el Contrato de Alianza Estratégica con ENDESA ESPAÑA, principalmente respecto del Gerente General señor Yuraszeck; y, para el resto de los gestores clave, a través de la autorización que se obtuvo del Directorio, por cuanto si se señaló que se iba a formar una nueva sociedad, ENDESIS, en la cual ENDESA ESPAÑA tendría el 55%, era obvio que para ello ENDESA ESPAÑA tenía que tomar el control, porque no existía otra forma en que podría llegar al 55% del capital, si no era a través de la compra de acciones que le permitieran ese porcentaje.

Tal decisión fue aprobada por el Directorio de ENERSIS, y por lo tanto se trataba de un hecho conocido y aprobado, no siendo coherente el reproche con la realidad, ni el acontecer en el tiempo, ni cabe imputársele a quienes no participaron en la toma del tantas veces mencionado acuerdo.

Faltas relacionadas con la venta de acciones Serie “A”.

Según el Tribunal de Primera Instancia, las faltas acusadas por la SVS respecto de la venta de las acciones clase A, y las demás imputadas, parecen consecuencia lógica del acuerdo que implicaba el control de ENDESA ESPAÑA con el 55% del capital, además de que su enajenación cabe dentro de las reglas del libre mercado.

Agrega que quedaba sujeto a la voluntad de cada uno de los accionistas de la Serie A vender o no, por cuanto el participar en una OPA es una decisión intrínseca a la libertad de cada accionista y corresponde a las reglas con que opera el libre mercado dentro del llamado orden público económico.

Finaliza la sentencia señalando que, si bien respecto de las acciones Serie A podría estimarse que existe un conflicto, la manera en que se resolvió es lo importante, esto es, fue supeditado el precio de sus acciones serie B y el contrato de gestión, al precio que pudiera obtenerse en la OPA abierta por ELESUR, el éxito de ella, y el compromiso en cuanto al

monto de utilidades a obtener entre los años 1997 y 2001 asumido por ellos, lo que demuestra que no se privilegió en ningún caso los intereses personales por sobre los de los accionistas, sino que se veló por aquellos, todo lo cual consta en los Contratos de la Alianza Estratégica.

Venta de acciones Serie “B”.

Por otro lado, la sentencia establece que las acciones Serie B eran pocas, pertenecían sólo a los gestores clave y su negociación y venta, si bien redundaba en beneficio de ellos mismos, no afectaba a los accionistas en general, que no tenían acciones Serie B.

Por otro lado, se afirma que el sistema de control diseñado por los gestores clave, y las ventajas de las acciones serie B, no pueden estimarse reprochables, ya que no había sido objetado con anterioridad por el organismo contralor, y porque no es la primera empresa que diseñaba un sistema similar con acciones serie A y serie B. Concluye que las acciones serie B pertenecían sólo a los gestores clave y sus cualidades eran conocidas por todos, por lo que no habiendo terceros involucrados, no podía imputárseles estar ante un conflicto de intereses, menos haberlo resuelto mal, si éste no existía.

Objeto del Contrato de Gestión.

Señala la sentencia que la exitosa gestión de los gestores clave en el manejo de ENERSIS y empresas del conglomerado CHISPAS, y su absoluta ingerencia en el éxito de la empresa, tanto en CHILE como en el extranjero, que se demuestra de la transformación de una empresa sometida a privatización a un gran holding, cuyas acciones subían sostenidamente en el mercado, da sentido a la exigencia de ENDESA ESPAÑA de querer contar con los gestores clave en el manejo de la empresa a formar, por la experiencia y exitosa gestión de aquellos. En cuanto a los gestores, su aceptación a la oferta y el plazo de cinco años pactado confirma que tuvieron a la vista no solo sus propios interés, sino también el de los accionistas, por cuanto su retiro con una buena suma de dinero habría

significado entregar el manejo íntegro a un conglomerado extranjero, en condiciones que la alianza perseguía potenciar a ENERSIS dentro del mercado nacional e internacional.

Forma de solución de un eventual conflicto de interés.

Según el Tribunal de Primera Instancia, no se divisa conflicto de intereses indebidamente resuelto por los reclamantes, y tampoco el perjuicio que pudieran haberle ocasionado a los accionistas con su actuar. Lo anterior, porque la circunstancia de que ENDESA ESPAÑA iba a tomar el control de ENERSIS fue conocido y autorizado por el Directorio de ENERSIS -lo que implicaba adquisición de acciones hasta obtener el objetivo-, cuanto porque las acciones clase B eran sólo de propiedad de los gestores clave y el contrato de gestión implicaba comprometerse a trabajar en las nuevas condiciones, lo cual no puede ni con mucho ser reprochable.

Calidad de los reclamantes como fundante de un conflicto de interés.

Establece el Tribunal de Primera Instancia que la condición de Directores y Accionistas de los reclamantes no configura necesariamente un conflicto de intereses.

Por el contrario, son sus actuaciones las que podrían eventualmente hacerlos incurrir en tal figura, lo que no ocurrió en el caso en análisis. En tanto el Gerente General Yuraszeck, fue autorizado por el Directorio a suscribir el acuerdo, con amplias facultades, por lo que no cabe objetar su suscripción, ni sostener que se excedió en sus atribuciones. Respecto a los demás contratos relacionados, los de venta de acciones clase B, promesa de venta de acciones clase B y contrato de gestión, ellos fueron suscritos por todos los directores que tenían la condición de gestores clave.

Diligencia de los gestores clave en la realización de los negocios impugnados.

Para los efectos de determinar si los reclamantes actuaron con el debido cuidado que pone una persona en sus negocios propios, el Tribunal de Primera Instancia estima que es importante tener a la vista la evolución del precio de las acciones CHISPAS durante 1997, para lo cual parece importante distinguir el comportamiento bursátil de aquellas antes, durante y después de la OPA.

Al respecto, un informe del ingeniero comercial de la Universidad de Chile, don Pedro Charlin, contiene una evaluación de la cotización de las acciones de las CHISPAS, ENERSIS, S.A. y del IGPA durante el periodo 1996 y 1997, fecha en que se produjo la operación objeto de nuestro análisis. En base a estos antecedentes, el Tribunal concluyó que las cotizaciones de las acciones CHISPAS no registraron pérdidas en sus valores producto de la OPA abierta por ENDESA ESPAÑA, ya que todas las sociedades incrementaron el valor de sus acciones durante 1997 y los precios bursátiles post OPA son superiores a los precios pre OPA.

También el Tribunal se apoyó en el informe del profesor de Derecho Comercial Rafael Gómez Balmaceda, que concluyó que los accionistas no han sufrido daño alguno, ya que la inversión fue positivamente rentable y se obtuvo una revalorización de ella a la época de la desinversión de los valores, como lo demuestran los antecedentes relativos al movimiento accionario y por cuanto el precio de venta de las acciones CHISPAS compensó cualquier eventual hipótesis de daño contingente. En virtud de esos antecedentes, y los evacuados a través de un peritaje privado y un informe económico encargado por las partes, sumados a los de la Bolsa de Comercio, el Tribunal concluye que las acciones del conglomerado CHISPAS no se vieron perjudicadas en su valor como consecuencia del contrato de Alianza Estratégica y de la OPA sino que, por el contrario, los accionistas que vendieron se vieron beneficiados por todo el proceso que ha sido objetado por la SVS.

Por lo dicho, el Tribunal concluye que no puede sostenerse que los gestores clave perjudicaron con su actuar los intereses de los accionistas para obtener beneficios propios y que infringieron las normas invocadas por la SVS.

Calificación del Contrato de Gestión.

Respecto a los reproches al Contrato de Gestión, el Tribunal señala que en caso que ENDESA ESPAÑA hubiera decidido prescindir de los servicios de los gestores clave, para ENERSIS no habría consecuencias, sino sólo para los contratantes, porque en ese caso sería ENDESA ESPAÑA quien tendría que asumir la aceleración máxima de los saldos de precio adeudados por la venta de las acciones serie B.

Esta aceleración, si bien beneficiaría en principio a los gestores, al estar indexado al ADR de ENERSIS los dineros no ingresarían en definitiva al patrimonio de los gestores clave, por lo que tampoco existe beneficio a su favor reprochable.

Análisis particular de la conducta de José Yuraszeck.

Según el Tribunal de Primera Instancia, la calidad del señor Yuraszeck implicaría una diferente óptica para apreciar su conducta. Al respecto, se señala que suscribió el Contrato de Alianza Estratégica debidamente autorizado por el Directorio, pero se estimó que había excedido sus facultades y fue removido de su cargo. Sin embargo, como los contratos anexos al de Alianza Estratégica -venta de acciones clase A, promesa de venta y venta de acciones clase B y contrato de gestión- fueron suscritos por todos los gestores clave, lo que implica que en el devenir del tiempo su actuar fue el mismo que el de los demás gestores, el señor Yuraszeck no merece reproche independiente en esos aspectos.

Análisis particular de la conducta de Luis Fernando Mackenna.

En cuanto a don Luis Fernando Mackenna, según el Tribunal su condición de Presidente del Directorio de ENERSIS lo pone en una condición distinta a la de los demás directores, tanto por el cargo que ostentaba, cuanto por haberse abstenido de votar cuando el Directorio tomó el acuerdo 4.797, por el cual se otorgó facultades al Gerente General para suscribir el Contrato de Alianza Estratégica, careciendo en consecuencia de responsabilidad imputable en ese acápite. En cuanto a los demás contratos relacionados, le son aplicables los mismos argumentos dados para los directores que llevan a concluir que su actuar no fue reprochable.

Análisis particular de la conducta de Marcos Zylberberg y Eduardo Gardella.

Respecto al señor Zylberberg, el Tribunal señala que llama la atención que haya sido sujeto de una multa de monto similar a la que se aplicó al Gerente General de ENERSIS, José Yuraszeck, en circunstancias que el primero no formaba parte del Directorio de ENERSIS, ni concurrió a la suscripción del contrato de alianza estratégica, limitándose su actuar a la suscripción de los otros contratos, conjuntamente con los demás gestores clave. Señala el Tribunal que su condición de asesor de gerencia de ENERSIS y Gerente General de CHILECTRA, pareciera que lo homologó a la situación del Gerente General de ENERSIS.

Respecto al señor Gardella, la sentencia hace notar la incongruencia de repetir las motivaciones que hacen las resoluciones de multa con las del señor Yuraszeck, en circunstancias que la primera asciende a UF 120.000 y la otra a UF 650.000.

Facultad de disposición de sus propias acciones por los gestores claves.

La sentencia pone de relieve el conflicto entre normas legales y normas constitucionales, en el sentido que la SVS pone en tela de juicio la facultad de los reclamantes de disponer sus bienes, exigiendo a los demandantes conductas inexigibles de acuerdo a la Constitución y a las normas legales vigentes a la época de la aplicación de las multas y, más aun, fuera del marco legal citado por la misma SVS.

Respecto a la cuantía de las multas aplicadas.

Destaca el Tribunal de Primera Instancia que las multas aplicadas van desde UF 120.000 a UF 650.000, todas ellas aplicadas a personas naturales. De lo anterior se concluye que la SVS aplicó la norma del artículo 29 de la Ley Orgánica, ya que todas las multas exceden del máximo aplicable según el artículo 28 del mismo cuerpo legal. Ello, en tanto incluso aplicando el criterio de infracciones reiteradas, caso en que las multas podrían elevarse hasta por cinco veces el monto señalado en el referido artículo 28, jamás habrían alcanzado sumas de UF 120.000 o más, como ocurre en el proceso.

Por lo tanto, señala el Tribunal, se tomó como pauta el monto de la operación que la SVS estimaba irregular, pero eso no es aplicable, porque los contratos fueron suscritos por los gestores clave como personas naturales y, además, se resciliaron. Por su parte, el Contrato de Alianza Estratégica, que también fue dejado sin efecto, había sido suscrito por la sociedad ENERSIS S.A., la cual no aparece sancionada como empresa en esta causa, sino su Gerente General, que actuó en representación de aquella, no obstante lo cual aparece sancionado por todas sus actuaciones, siempre como persona natural.

Conclusiones.

Establece el Tribunal que los reclamantes cumplieron con las obligaciones que les imponían las leyes vigentes a la época de las actuaciones reprochadas por la SVS, comunicando a la SVS, a la Bolsa de Valores y a la Prensa las informaciones que les eran exigibles. Publicitaron la información esencial, aquella que un hombre juicioso consideraría importante para tomar sus decisiones sobre inversión.

En conclusión no se ha demostrado que alguna de las actuaciones de los reclamantes que fueron reprochadas por la SVS se encuentre en la normativa legal invocada como vulnerada, Ley 18.046 y, en cuanto al DL 3.538, es el marco legal dentro del cual se organiza y actúa esa entidad, no aportando sino su condición de organismo contralor y sus facultades para sancionar.

Por todo lo anterior, la sentencia declaró que se hace lugar a las reclamaciones interpuestas por los actores señores Mackenna, Yuraszeck, Zylberberg, Molina, Brito y Gardella en contra de las resoluciones respectivas emanadas de la SVS, por lo que se dejan sin efecto las multas aplicadas.

ii) Resumen de la sentencia de Segunda Instancia, dictada por la Illtma. Corte de Apelaciones de Santiago.

Por resolución de fecha 8 de julio de 2004 la Iltma. Corte de Apelaciones de Santiago revocó la sentencia de primera instancia, rechazando las demandas de reclamación, dejando firme las multas, con costas.

Univocidad de los Contratos.

La Iltma. Corte estableció que se trató de una única e indivisible operación comercial, destinada a materializar el ingreso de la sociedad española ENDESA ESPAÑA S.A. como nuevo accionista mayoritario y controlador de ENERSIS y sus filiales.

Falta de información de las operaciones proyectadas.

Uno de los mayores reproches de la Iltma. Corte es la circunstancia de que jamás se informó en las sesiones de directorio de ENERSIS, de las CHISPAS, ni en las juntas de accionistas de las mismas compañías, de las negociaciones que se estaban llevando a cabo con ENDESA ESPAÑA, y respecto de las empresas, personas y accionistas. Señala la sentencia de alzada que en los casos en que los directores de las sociedades CHISPAS tenían conocimiento de que terceros ajenos interesados en invertir en las empresas, o transformarse en accionistas de ellas, se daba cuenta de ello en forma explícita en las correspondientes sesiones de directorio, práctica no observada por los reclamantes en la operación del 2 de agosto de 1997. Agrega la Corte que, frente a un caso similar, ocurrido en marzo de 1996, los gestores clave adoptan la conducta correcta, sin embargo, un año después, a partir de mayo de 1997, los mismos gestores clave aparecen privilegiando su particular interés por sobre el de las sociedades CHISPAS y los accionistas serie A y ocultan la información de la que disponían (Considerando 30°).

Continúa el Tribunal de Alzada sosteniendo que, de todas las sesiones de directorio de las sociedades CHISPAS realizadas durante el año 1997, sólo en dos se toca tangencialmente el tema de la OPA (sesión ordinaria N° 7/97, de directorio celebrada el 30 de julio de 1997, y sesión ordinaria N° 8/97 de directorio celebrada el 29 de agosto de 1997). A juicio del Tribunal, no resulta merecedor de fe el sostener que el directorio de una compañía cuyas acciones serie A serían objeto de una OPA, que se negocia por algunos de

sus directores, no sepa nada sobre ésta o sobre los demás contratos que debían estar listos para su suscripción, y que significaban el cambio de controlador de la compañía que administraba.

Afirma el Tribunal que los directores de las CHISPAS, salvo los reclamantes, no conocían la verdadera y real negociación pactada por los gestores clave, ni menos lo conocían los accionistas serie A de estas sociedades. En relación a lo anterior, destaca que tres de los principales gestores clave y demandantes reconocen que las negociaciones se iniciaron a lo menos en el mes de mayo de 1997, sin dar cuenta de ello, ni a los directorios de las sociedades CHISPAS, ni a los de ENERSIS y filiales, ni menos aún a los accionistas de éstas sociedades, ni al mercado local.

Continúa señalando la Corte que el directorio de ENERSIS sólo tomó conocimiento del contenido real y material del Acuerdo de Alianza Estratégica el día 25 de septiembre de 1997, y del contenido real y material de los restantes contratos sólo se enteró el 6 de octubre del mismo año. Por su parte, los accionistas de las CHISPAS nunca fueron informados y los accionistas de ENERSIS fueron recién informados del contenido real y material de tales contratos el día 5 y 28 de noviembre del año 1997.

Infracción de deberes de información.

A juicio de la Corte, las conductas dan cuenta de que los reclamantes prescindieron o pospusieron claros deberes respecto de las compañías en las cuales ocupaban cargos ejecutivos, como lo eran, entre otros, el de informar las oportunidades de negocios de directores y ejecutivos de tales compañías en pos de sus derechos como accionistas de las mismas, infringiendo, de este modo, y entre otros, los artículos 41, 42 N° 4, 44 y 46 de la Ley de Sociedades Anónimas.

Precisando, señala la Corte que respecto del Contrato de Alianza Estratégica en la sesión de 30 de julio de 1997 el Directorio de ENERSIS no fue informado por el reclamante señor Yuraszeck del otorgamiento de los otros contratos que formaron parte de la misma operación, como lo eran el contrato de gestión, compraventa y promesa de compraventa de acciones serie B de las CHISPAS, documentos continentales de las infracciones más graves en que incurrieron los reclamantes.

Además, el Directorio de ENERSIS entendió que el texto del Contrato de Alianza Estratégica suscrito por el Gerente General señor Yuraszeck fue diverso de aquel que había sido autorizado suscribir, razón por la cual, estimándolo contrario al interés social de ENERSIS, lo declaró inoponible e instó por su reemplazo, lo que ocurrió en el mes de marzo de 1998. Asimismo, la Corte señala que no existe fundamento para atribuir al Directorio de ENERSIS, a partir de la creación de ENDESIS, el conocimiento cierto de los detalles del cambio de controlador que en ENERSIS se estaba produciendo.

De esa forma, el artículo 39 de la LSA fundamenta los cargos formulados por la SVS en contra de los reclamantes, en el sentido que comprometieron el ejercicio de sus respectivos cargos ejecutivos y/o directivos en el grupo de empresas del conglomerado de ENERSIS, al servicio y en interés de sólo uno de los accionistas de esta última, como lo era ENDESA ESPAÑA, como contraprestación al pago de una parte del precio de las acciones serie B de las CHISPAS que vendieron a ENDESA ESPAÑA.

Finalmente, la sentencia señala que la operación no fue informada en su integridad respecto de todos los contratos que se suscribieron; que el acuerdo suscrito por el gerente era distinto al autorizado por el directorio; y que fue por esta razón que el señor Yuraszeck fue cesado en su cargo y el acuerdo declarado inoponible y reemplazado por otro texto.

Falta de efectividad de que las operaciones fueron conocidas y autorizadas por ENERSIS.

La sentencia establece que no es efectivo que el Directorio de ENERSIS haya autorizado el cambio de control, y tampoco que el Directorio aprobó el acuerdo de Alianza Estratégica suscrito por el reclamante señor Yuraszeck, ya que su texto fue reemplazado por otro de marzo de 1998, y el gerente general señor Yuraszeck fue cesado en su cargo por la pérdida de confianza que originó su participación en la operación y en el otorgamiento de los contratos.

Alcance y objetivo del Contrato de Gestión.

Según estableció la Corte, de las cláusulas del Contrato de Gestión quedó claro que los reclamantes no sólo vendieron las acciones serie A y B de las CHISPAS de que eran titulares, sino que también comprometieron el ejercicio de sus cargos de directores y ejecutivos, remunerados por todos los accionistas y debidos también a todos ellos, al servicio de un solo accionista, como lo fue ENDESA ESPAÑA, infringiendo gravemente con ello los artículos 39 y 42 de la LSA.

También queda claro que los gestores clave se aseguraron la permanencia dentro del grupo ENERSIS, mientras existieran pagos pendientes del precio contingente aplazado o por resultados para velar por el cumplimiento de aquellas condiciones y/o requisitos a que quedó sujeto el pago de ese saldo de precio.

Precisa la Corte que, sólo estando dentro del grupo ENERSIS desempeñándose en cargos directivos y ejecutivos a favor de un solo accionista, ENDESA ESPAÑA, los gestores clave podían cumplir todos los pactos secretos acordados con ENDESA ESPAÑA y asegurarse así el pago del precio contingente aplazado y por resultados.

La sentencia cita un informe en Derecho del profesor José María Eyzaguirre de la Huerta, quien señala que lo reprochable es que “se obligaron para con ENDESA ESPAÑA a permitirle que ejerciera el control efectivo o fáctico de ENERSIS, de ENDESA CHILE y de sus filiales, a través del denominado esquema de control, para lo cual comprometieron el ejercicio de sus cargos de gerente o de directores, a fin de que ENDESA ESPAÑA pudiese ejercer dicho control, lo que ciertamente contraviene las obligaciones que a dichos gestores clave les corresponden como ejecutivos de ENERSIS o ENDESA CHILE y sus filiales o como directores de dichas empresas. Al actuar de esta manera comprometieron el ejercicio de sus cargos en el interés de uno solo de los accionistas cual era ENDESA ESPAÑA.” (Considerando 44º). Concluye Eyzaguirre que el “control no puede ejercerse a través de comprometer la labor de los ejecutivos o de determinados directores de la sociedad a favor de un determinado accionista. Ello está expresamente vedado por la Ley de Sociedades Anónimas.

De la cláusula de confidencialidad contenidas en el Contrato de Gestión.

Al respecto, cita la Corte el informe en derecho del profesor Eyzaguirre, que señala: “Los gestores clave estaban obligados por la posición de directores o gerentes que desempeñaban a poner en conocimiento de los directorios de las respectivas empresas, la situación de conflicto de interés en que se encontraban y a solicitar la aprobación de dichos directorios de las operaciones involucradas en dichos conflictos. Nada de eso hicieron, sino que muy por el contrario (...) se convino una cláusula de confidencialidad, que lo transformaba en absolutamente secreto con una enorme multa que debía pagar ENDESA ESPAÑA en caso de violar dicha confidencialidad, multa que iba en directo beneficio de los propios gestores clave”.

Continúa la Corte señalando que lo que la SVS cuestionó como ilícito fue que se encubrió en el pago del precio la venta del 49% de las acciones serie B de las CHISPAS, la retribución del compromiso de los reclamantes de ejercer su influencia decisiva en la administración de ENERSIS, en beneficio de ENDESA ESPAÑA que pagaba por ello, como se comprometió en el Contrato de Gestión.

Del conflicto de interés emanado de la mantención de ENDESA ESPAÑA en el control.

Señala la Corte que la pérdida del control por parte de ENDESA ESPAÑA afectaría directamente el valor que atribuye a su inversión y, por tanto, debería implicar una recuperación parcial del mismo a través de los pagos que quedarán pendientes del precio que se señala. De este modo, se evidencia el conflicto de interés de los gestores clave, por el mayor precio que recibirían por la venta de sus acciones por el solo hecho de mantener el esquema de control que detentaban a esa fecha, y que requería ENDESA ESPAÑA para obtener el objetivo propuesto en la negociación.

A juicio de la Corte, tan cierto era el estímulo de los gestores clave respecto de ENDESA ESPAÑA que perderían una parte importante del precio si el esquema de control fracasaba, por cualquier causa, como ocurrió efectivamente más tarde.

Incentivo para los gestores clave de que la OPA fuese exitosa.

Explica la Corte que el incentivo de los reclamantes para percibir el precio por la venta de las acciones serie B era el éxito de la OPA sobre acciones serie A. Así se explica el compromiso asumido por éstos y el despliegue comunicacional que efectuaron en esa dirección para que la OPA fuera exitosa, ya que sólo así se aseguraban el pago del precio de las acciones serie B de las CHISPAS.

Determinación de eventuales perjuicios causados a los demás accionistas.

Al respecto, señala la Corte que la cláusula de ahorros efectivos estipulada en el contrato de compraventa del 51% de acciones serie B de las CHISPAS, es indicativa que ENDESA ESPAÑA pudo pagar un precio mayor por cada una de las acciones serie A.

Así, si el ahorro no se hubiese pactado sólo en beneficio de los gestores clave, las acciones de la serie A habrían podido aumentar su precio proporcionalmente, y los US \$ 16.000.000 de sobre precio habrían accedido en beneficio de todos los accionistas de las CHISPAS y no únicamente de los gestores clave; ahorro que era le incentivo económico para que los gestores clave promovieran la OPA e indujeran a los accionistas de la serie A a vender sus participaciones de las CHISPAS.

Aclara la Corte que ENDESA ESPAÑA y los gestores clave obtenían, por esta vía, beneficios recíprocos a costa de los accionistas serie A, como consecuencia del menor precio pagado por las acciones de éstos últimos en la OPA.

Se evidencia, de esta manera, un claro conflicto de interés existente en los gestores clave, que eran también directores y/o ejecutivos del conglomerado de empresas del grupo ENERSIS, como asimismo de las sociedades CHISPAS, en tanto en estas últimas calidades estaban legalmente obligados a velar por los intereses de todos los accionistas.

Necesidad de la existencia de perjuicios para aplicar una multa administrativa.

Según señala la Corte, la existencia o inexistencia de perjuicio económico en una determinada operación es indiferente, desde que lo que la SVS debe resguardar y controlar es precisamente la eficacia plena de aquellos principios generales informantes del Mercado de Valores (Considerando 20°).

Ponderación de cargos por la SVS.

Según la Corte, las resoluciones de multas realizan una debida ponderación de la participación de cada uno de los actores en virtud del diverso grado de compromiso, participación en los hechos, cargos y responsabilidades que cada cual detentaba, reflejado en el monto de las multas (Considerando 27°).

Hecho concreto sancionable.

Según señala la Corte, los hechos acreditados permiten configurar la infracción de los artículos 41, 42 N° 1 y 4 de la LSA, ya que los reclamantes hicieron prevalecer su interés personal por vender sus acciones serie A y B de las CHISPAS, por sobre sus deberes y obligaciones como gerente y presidente del Directorio de ENERSIS, respectivamente, por medio de la suscripción de un acuerdo de Alianza Estratégica distinto al autorizado por el Directorio de la compañía, el que fue perjudicial para ésta, sin haber informado del otorgamiento de los restantes contratos suscritos de un modo simultáneo y que formaban parte de una única e indivisible operación comercial.

Lo censurable, a juicio del tribunal, no ha sido el cambio de control, sino la forma en que se le pretendió materializar, ocultando el compromiso de los reclamantes para emplear y ejercer su influencia decisiva en la administración de ENERSIS en beneficio del nuevo accionista controlador ENDESA ESPAÑA.

Concluye señalando el Tribunal de Alzada que los contratos celebrados no pueden ser analizados de un modo independiente, sino en una visión armónica, coetánea y de conjunto.

Estableció la Corte que la creación de ENDESIS no tiene relación con el cambio de control en ENERSIS. En efecto, establece que una cosa no supone necesariamente la otra. Por consiguiente, el deber de informar (artículo 42 n° 4 de la LSA) y la obligación de diligencia y cuidado (artículo 41 de la LSA) debieron cumplirse mediante acciones concretas y ejecutadas por quienes se hallaban obligados a tal cumplimiento.

Afirma la Corte que no existió una conducta activa de los reclamantes destinada a cumplir con la obligación de informar, ni tampoco conductas destinadas a evitar el otorgamiento del Acuerdo de Alianza Estratégica que, en el contexto de los otros contratos, era efectivamente perjudicial para ENERSIS, como lo declaró su Directorio, pero conveniente para el interés personal de los reclamantes, lo que importa una violación al artículo 41 de la LSA.

Objetivo de ENDESA ESPAÑA con la celebración de los Contratos.

A juicio de la Corte, el propósito que ENDESA ESPAÑA con esta operación era hacerse del esquema de control que detentaban los reclamantes en ENERSIS; que para alcanzar tal propósito negociaron directamente con los reclamantes la venta de ese control; que, como estos requerían de la confianza de otros accionistas de ENERSIS para tener el control efectivo de esta empresa, el único medio para no perder tal confianza era ocultando los contratos en que comprometían el ejercicio de sus cargos en beneficio de quien estaba pagando por ese control; que en el precio de venta de las acciones serie B de las CHISPAS se pagó de modo encubierto el servicio que ENDESA ESPAÑA estaba contratando de los reclamantes, como lo era ejercer y detentar el esquema de control en beneficio de quien pagaba por ello.

Asimismo, la Corte estableció que de no haber decidido que el cambio de control en ENERSIS debió hacerse mediante la compra de acciones de ENERSIS y no de las CHISPAS, los accionistas de ENERSIS y serie A de las CHISPAS habrían recibido casi el 100% del precio que ENDESA ESPAÑA estaba dispuesto a pagar por la operación.

Confesión de los reclamantes respecto de las infracciones cometidas.

La sentencia señala que fueron los mismos reclamantes los que en sus calidades de directores y/o gerentes de las sociedades CHISPAS, ENERSIS y filiales, reconocieron haber omitido sus deberes con las compañías en las cuales ocupaban cargos ejecutivos, como lo eran, entre otros, el de informar de oportunidades de negocios adquiridas en razón del cargo y anteponer siempre sus calidades de directores y ejecutivos de tales compañías a sus derechos como accionistas de las mismas empresas infringiendo, entre otros, los artículos 41, 42 n° 4, 44 y 46 de la LSA.

Descripción de los preceptos infringidos y forma en que habrían sido vulnerados.

La sentencia describe los preceptos legales infringidos, a saber:

-Art. 30 inc. 3° LSA: Al comprometer el ejercicio de sus respectivos cargos ejecutivos y/o directivos en el grupo de empresas del conglomerado de ENERSIS al servicio y en interés de sólo uno de los accionistas, ENDESA ESPAÑA, como contraprestación al pago de parte del precio de las acciones serie B de las CHISAS que vendieron ENDESA ESPAÑA, y al obligarse anticipadamente a obrar de un modo previamente acordado con ENDESA ESPAÑA en retribución del pago del precio de las acciones serie B de las CHISPAS

-Art. 42 números 1, 3 y 4 LSA: Al ocultar información en sus calidades ejecutivas y/o de directores del grupo de empresas del conglomerado ENERSIS y de alguna de las sociedades CHISPAS, a los restantes directores y accionistas de las citadas compañías, al no informar en ninguno de los directorios de las CHISPAS ni de ENERSIS ni filiales el interés de ENDESA ESPAÑA de ingresar a la propiedad de aquella ni sus intenciones de venderle las acciones de las que eran titulares.

También, en cuanto ocultaron bajo cláusula de confidencialidad los acuerdos alcanzados con ENDESA ESPAÑA para ejercer el poder de administración sólo en beneficio e interés del nuevo accionista mayoritario.

Asimismo, por la circunstancia de que estipularon expresamente que si ENDESA ESPAÑA obtuviera ahorros efectivos en los pagos realizados por las compras efectuadas en las ofertas públicas de compra de las acciones serie A referidas en el contrato de compraventa, respecto de los importes que se derivarían de los precios ponderados y estructura de propiedad de las acciones descritas en anexo al contrato, el contravalor en moneda nacional chilena de los primeros US \$ 1.600.000.000 ahorrados, se pagarían los gestores clave, entre los que se cuentan los reclamantes.

También, respecto a que estipularon que los precios aplazados se acelerarán si ENDESA ESPAÑA decidiera cesar sin justa causa a todos o a alguno de los gestores clave o a algún director de ENERSIS y ENDESA CHILE designados de común acuerdo.

Además, en cuanto se comprometieron y aseguraron la permanencia de un conjunto de ejecutivos en el Grupo ENERSIS y finalmente en cuanto se aseguran uno y eventualmente dos puestos en el Consejo de Administración de ENDESA.

-Art. 42 número 7 LSA: Al privilegiar sus calidades de accionistas serie B de las CHISPAS a sus respectivas condiciones de directores de ellas, y al no realizar el traspaso de control de ENERSIS a través de las sociedades CHISPAS, al punto que ni siquiera se lo comunicaron a los directores de ésta, así como tampoco informaron el interés de ENDESA ESPAÑA de acceder a su propiedad.

Además, porque por una conveniencia personal los reclamantes acordaron con ENDESA ESPAÑA traspasar el esquema de control que detentaban en el Grupo ENERSIS, mediante la venta de las acciones serie A y B de las CHISPAS, lo que les permitiría retener para sí un tercio (1/3) de los US \$ 1.500.000.000 que ENDESA ESPAÑA estaba dispuesta a pagar por la operación, en vez de privilegiar el traspaso de control mediante la venta directa de acciones de ENERSIS por parte de las CHISPAS, obteniendo en realidad un precio mayor al que recibieron en la OPA, ya que casi el cien por cien de los US \$ 1.500.000.000 que ENDESA ESPAÑA estaba dispuesta a pagar por la operación se habría distribuido entre los accionistas serie A de las CHISPAS.

-Art. 41 inciso 1° LSA: Al faltar como ejecutivos y/o directores del conglomerado de empresas del grupo ENERSIS a sus deberes de diligencia y cuidado, al incorporar y/o permitir la incorporación de las cláusulas tercera, cuarta y sexta en el acuerdo de Alianza estratégica que comprometían gravemente el desarrollo de ENERSIS, así como también por los efectos que provocaría en ésta y sus filiales la suscripción de los restantes contratos que dieron origen a la operación y al suscribir los contratos de gestión y de promesa de compraventa mediante los cuales comprometieron y acordaron con ENDESA ESPAÑA de un modo anticipado sus decisiones como directores y ejecutivos del grupo ENERSIS.

-Artículo 42 número 7 de la LSA: Al anteponer sus intereses como futuros accionistas y ejecutivos remunerados por ENDESA ESPAÑA como parte del precio de venta de sus acciones serie B de las CHISPAS a sus obligaciones y deberes como ejecutivos y/o directores del conglomerado de empresas del grupo ENERSIS, y al asumir obligaciones por estas compañías sin autorización ni consulta previa con sus directores, entre otros en el contrato de gestión.

-Artículo 44 de la LSA: Sólo en el caso del señor Yuraszeck, quien en su especial calidad de gerente general de ENERSIS, al no excusarse de realizar el encargo de negociar y suscribir en representación de ésta el Acuerdo de Alianza Estratégica, toda vez que a esa fecha negociaba la venta de sus propias acciones serie B de las CHISPAS y la suscripción de otros contratos en que tenía personal interés. Tampoco informó de tales negociaciones al mencionado directorio.

iii) Resumen de la sentencia de la Excma. Corte Suprema, que rechaza recursos de casación en la forma y fondo intentados por los reclamantes, dejando firme las multas aplicadas.

Con fecha 7 de julio de 2005, la Excma. Corte Suprema, en específico su Tercera Sala, conoció y rechazó en fallo dividido recursos de casación en la forma y fondo interpuesto

por los reclamantes en contra de la sentencia de la Itma. Corte de Apelaciones de Santiago. En virtud de ello, declaró firmes las multas aplicadas.

El recurso de casación en la forma y fondo de los reclamantes.

Los señores Luis Fernando Mackenna Echaurren y don Eduardo Jesús Gardella Brusco, por una parte, y los señores José Roberto Yuraszeck Troncoso, Marcos Zylberberg Klos, Arsenio Alberto Molina Alcalde y Marcelo Brito León, por otra, interpusieron recursos de casación en la forma y fondo en contra de la sentencia de la Itma. Corte de Apelaciones de Santiago. En concreto:

Recurso de casación en la forma de los señores Mackenna y Gardella.

Los recurrentes alegan la causal del artículo 768 n° 4 del Código de Procedimiento Civil, en tanto acusan que el fallo de segundo grado incurrió en el vicio de ultra petita, en su modalidad extra petita, por haberse extendido a puntos no sometidos al conocimiento y decisión del tribunal, al apartarse del mérito del proceso, el que estaría fijado por el marco de las resoluciones reclamadas, mediante las que se les formuló cargos y se les sancionó ciertas conductas allí descritas. En cambio, la sentencia se extendió a otras respecto de las cuales no se les formularon cargos, ni sirvieron de fundamento a la resolución reclamada.

Al respecto, los recurrentes señalan que sobre esa base en el reclamo solicitaron que se dejaran sin efecto esas resoluciones, entre otras razones, por no ser efectivas las infracciones que se les atribuyeron. Sin embargo, en diversos considerandos de la sentencia de segunda instancia se les imputan conductas sobre las que no se les formularon cargos ni se les multó.

Argumentan que los nuevos cargos imputados no fueron objeto de la controversia ni sometidos al conocimiento de la Corte, por lo que al aparecer en la sentencia impugnada no pudieron defenderse a su respecto.

Señalan que el vicio de casación en la forma les ocasionará un perjuicio sólo subsanable con la invalidación del fallo de segundo grado, toda vez que se produjo en

considerandos resolutivos que forman parte de lo dispositivo. La fundamentación del fallo es el conjunto de sus considerandos y no de algunos aislados, lo que los lleva a concluir que de no haber existido la extra petita el tribunal habría resuelto de forma diversa.

Consideraciones de la Excma. Corte Suprema para rechazar el recurso de casación en la forma de los señores Mackenna y Gardella.

La Excma. Corte Suprema señala que el vicio que se imputa a la sentencia de segundo grado, mediante la casación formal, se funda en un defecto que se hace radicar en ciertas consideraciones a las cuales ella se extiende, pero que no se encuentra en la parte decisoria.

En ese sentido, a juicio de la Excma. Corte el fallo impugnado, en su parte resolutive, se limitó a revocar el fallo de primer grado, en cuanto había acogido las reclamaciones interpuestas y, en su lugar, declaró que dichas reclamaciones quedan rechazadas y que se confirman en todas sus partes.

Por todo ello, se concluye que la sentencia impugnada no se aparta del mérito del proceso en cuanto se ciñe a lo previsto y decidido por la SVS, y tampoco resuelve sobre materias no sometidas a la decisión del tribunal, por lo que no concurre la causal de nulidad formal alegada.

Recurso de casación en el fondo de los señores Mackenna y Gardella.

En los recursos de casación en el fondo se acusan los siguientes grupos de infracciones legales:

(i) Primer grupo de infracciones.

Infracción a las leyes reguladoras de la prueba, en concreto, artículos 1698 inciso 1º, 1700 y 1713 del Código Civil; y 341 del Código de procedimiento civil.

(ii) Segundo grupo de infracciones.

Infracción de leyes procesales decisoria litis, en concreto, artículo 160 del Código de Procedimiento Civil.

(iii) Tercer grupo de infracciones.

Transgresión de las normas relativas a las facultades de la SVS, en concreto, artículos 3, 27, 29 y 29 del DL. N° 3.538 y artículos 6 y 7 de la Constitución Política de la República.

(iv) Cuarto grupo de infracciones.

Vulneración de las leyes que regulan el funcionamiento de las sociedades anónimas, en concreto, los artículos 39 inciso 3°, 41, 42 números 1, 3, 4, 6 y 7 de la LSA; 582 y 583 del Código Civil; 19 números 24 y 26 de la Constitución, en relación con los artículos 1560, 1561 y 1562 del Código Civil.

Consideraciones de la Excma. Corte Suprema para rechazar el recurso de casación en el fondo de los señores Mackenna y Gardella.

Posición de la Excma. Corte Suprema acerca de la carga de la prueba y la presunción de veracidad de las resoluciones de la SVS.

Respecto a la infracción a las leyes reguladoras de la prueba y, en particular, a la afirmación del fallo de segunda instancia respecto a que las resoluciones de la SVS poseen una presunción de verdad y autenticidad, y que la carga de la prueba ha correspondido a quienes pretendan impugnarlas, la sentencia de casación concuerda con los reclamantes, y califica de desafortunada la redacción del motivo.

Sin embargo, no adhiere al alcance e importancia que los recurrentes asignan a las expresiones referidas.

En efecto, señala que las resoluciones reclamadas constituyen instrumentos públicos, que entrañan veracidad, pero no como medio de prueba de algún hecho del juicio, pues no conforman un elemento probatorio.

Por otro lado, respecto a la carga de la prueba la Excma. Corte señala que efectivamente en el juicio sumario en que se ventila la reclamación corresponde a la parte afectada con la sanción desvirtuar los cargos o demostrar que las conductas imputadas no transgreden la normativa, en tanto quien reclama es el que pretende alterar la situación jurídica existente.

Posición de la Excma. Corte Suprema acerca de la infracción de leyes decisoria litis (artículo 160 del Código de Procedimiento Civil).

Respecto a la supuesta infracción de leyes procesales decisorio litis, la sentencia declara que el artículo 160 del Código de Procedimiento Civil carece de la categoría de ley decisorio litis, ya que no es ella la que determina la decisión del asunto.

Posición de la Excma. Corte Suprema acerca de la infracción de leyes reguladoras de la SVS.

Respecto a las facultades de la SVS, la Excma. Corte Suprema señala que el hecho de formular un reclamo judicial respecto de la multa aplicada y, subsidiariamente, del monto de la misma, presupone reconocer por parte de los reclamantes implícitamente la competencia de la Superintendencia. Señalan que, en ese sentido, reclamar el monto de la sanción es una alegación incompatible con alegar la falta de competencia, por lo que es inadmisibile en un recurso de casación.

Asimismo, señala la Excma. Corte que resulta difícil sostener que en su calidad de personas naturales los reclamantes no puedan ser sancionados por la Superintendencia, porque no lo fueron únicamente en calidad de tales, sino porque actuaron en virtud de los cargos y posiciones que ocupaban en las empresas de que se trata.

Aun más, en primer grado el Tribunal rechazó en forma expresa la alegación de carencia de potestad sancionatoria de la Superintendencia, decisión que quedó a firme pues a su respecto los interesados no se alzaron, no obstante que por ello sufrieron un efectivo perjuicio o agravio procesal. No cabe hablar de error de derecho respecto a una normativa que no les fue puesta en el tapete de la discusión.

Posición de la Excma. Corte Suprema acerca de la infracción de la Ley de Sociedades Anónimas.

Respecto a los diversos errores denunciados en la aplicación de la LSA, el máximo tribunal resolvió que existen situaciones de hecho que no pueden ventilarse a través de un recurso de casación; que los jueces de segundo grado rechazaron las excusas de los recurrentes, sin que con ello hayan podido infringir la ley del modo como se les ha imputado, ya que al desechar los reclamos se atuvieron a los hechos establecidos y a los cargos formulados, y no resulta susceptible de ser revisado por medio de una casación.

Asimismo, tampoco merece reproche la calificación jurídica en que se enmarcaron las conductas; tampoco se vulneró el derecho de dominio, por lo cual no se ha producido la supuesta transgresión de las normas que regulan el funcionamiento de las sociedades anónimas.

Por otro lado, la Exma. Corte señala que los reclamantes admitieron que no pudieron probar hechos a los que se les atribuyó la naturaleza de negativos; sin embargo, tampoco probó hechos contrarios a los contenidos en las resoluciones impugnadas que hubieran podido ser fijados como tales por los jueces del fondo, por lo que no existe posibilidad de errónea aplicación de ley. Luego, la Excma. Corte reitera que el error de derecho debe referirse a la interpretación que se hace de un determinado hecho o suceso de la causa, y así el tribunal de casación podrá determinar si el derecho fue aplicado en forma correcta o incorrecta.

Finalmente, la Excma. Corte establece que la errada interpretación de ley que se imputa a la sentencia se relaciona con hechos que se afirman sólo en la casación, siendo la argumentación en torno a hechos propia de un recurso de apelación, además de contener

alegaciones simplemente teóricas que no logran alterar las conclusiones a que llegaron los jueces del fondo.

Recurso de casación en la forma de los señores Yuraszeck, Zylberberg, Molina y Brito.

El recurso de casación en la forma entablado por los señores Yuraszeck, Zylberberg, Molina y Brito se funda, en síntesis, en haberse pronunciado la sentencia *ultra petita*, extendiéndose a puntos no sometidos a la decisión del tribunal. En concreto, funda la causal en lo siguiente:

-Que el fallo se extendió a materias que no fueron objeto de la controversia ni parte del reproche de la Superintendencia, ya que las sanciones se fundaron en un único cargo relativo a la existencia de conflictos de interés mal resueltos por los recurrentes.

-Sin embargo, el fallo recurrido se fundó el artículo 42 N° 3 de la LSA, sin que la SVS haya a acusado a los recurrentes de haber inducido a error las personas mencionadas en esa norma -gerentes, ejecutivos, dependientes, inspectores de cuentas-; y se fundó el artículo 42 N° 4 de la LSA, sin que se les haya imputados infracciones en relación a la información esencial.

-Lo anterior provocó que, como el cargo fue formulado en segunda instancia, los reclamantes no pudieron defenderse a su respecto ya que no fue parte de la discusión.

-Por último, señalan que si la sentencia parte del supuesto de una acción unitaria de los recurrentes, los argumentos de la sentencia deben apreciarse en conjunto, condicionándose unos a otros, por lo que los hechos indebidamente incorporados a la decisión forman parte sustancial de la misma.

Consideraciones de la Excm. Corte Suprema para rechazar el recurso de casación en la forma de los señores Yuraszeck, Zylberberg, Molina y Brito.

Reiterando las argumentaciones esgrimidas para desechar el primer recurso de casación en la forma, que son:

-No basta con exponer razonamientos que parezcan extraños o ajenos a la controversia, si ellos no se reflejan en la parte decisoria resolutive, lo que en la sentencia recurrida no ocurre ya que ella se limitó a revocar la de primer grado y a confirmar las resoluciones exentas reclamadas.

-Porque en este caso los jueces han tenido opciones claramente definidas, ya que sólo han podido o acoger las demandas en su integridad, dejando sin efecto las sanciones, o bien acoger las peticiones subsidiarias, rebajando las penas. En primera instancia se acogieron los reclamos y en segunda se revoco la decisión de primera instancia desestimando los reclamos, por lo que habiendo absoluta concordancia entre lo pedido y lo resuelto, no es posible admitir la acusación formulada.

Recurso de casación en el fondo de los señores señores Yuraszeck, Zylberberg, Molina y Brito.

Los recurrentes acusan las siguientes infracciones:

(1) La facultad punitiva de la administración del Estado se extendió a actos y materias que no corresponden a la autoridad, pues la ley no las entregó a su competencia, transformándose el Superintendente de valores y seguros en una comisión especial, asumiendo el conocimiento de un conflicto que corresponde a los tribunales de justicia.

Al respecto, fundamentan los recurrentes su alegación en que la normativa aplicable faculta a sancionar a las sociedades anónimas, directores, gerentes, dependientes, inspectores de cuentas o liquidadores siempre que lo haga como consecuencia de una infracción por parte de la sociedad anónima.

Agregan que del artículo 3° del DL. 3538 se colige que los accionistas de una sociedad anónima, por regla general, no están sujetos a la potestad punitiva de la administración y que los conflictos entre accionistas deben ser resueltos por los tribunales de justicia.

Afirman que no existe disposición legal o reglamentaria que expresamente confiera a la SVS atribuciones para sancionar a los accionistas de una sociedad anónima por los actos ejecutados como tales en relación a otros accionistas.

Concluyen esta parte señalando que el sentido y alcance de las normas aplicables, interpretadas según su tenor literal, su espíritu, la coherencia y armonía entre las mismas y los principios generales del derecho en que se inspiran, conducen a concluir que no existe disposición constitucional ni legal que permita a la SVS conocer de los conflictos suscitados entre accionistas, a propósito de la enajenación de sus derechos u otros actos que ejecuten como titulares del dominio sobre su participación societaria.

(2) Se ha privado a los reclamantes el derecho de disponer libremente de sus bienes, además de haberseles imputado responsabilidad en actos en que no han participado, o que no han producido efecto, o que han ejecutado en ejercicio de un derecho radicado en su patrimonio, y sobre el cual no existe prohibición, restricción o limitación.

Al respecto, argumentan que el Contrato de Gestión se dejó sin efecto en virtud de una resciliación, antes que la SVS iniciara una investigación y aplicara las sanciones reclamadas, por lo que no puede afirmarse la competencia de dicha entidad.

Más aun, si la sanción se aplicó a un acto al que se le atribuyó el carácter de falta, sin serlo, que al no haberse consumado no existía jurídicamente, por lo que a lo más pudo constituir una tentativa civil no sancionada por la ley.

(3) No hubo acto alguno de los gestores clave que lo fuera en calidad de directores de las sociedades CHISPAS, o de ejecutivos de ENERSIS, pues se limitaron a disponer de su patrimonio mediante contratos privados en los que no era parte ninguna de las sociedades involucradas.

(4) La materia en cuestión se refiere a un conflicto entre accionistas de las sociedades CHISPAS, y ello escapa a la potestad punitiva de la SVS.

(5) Las disposiciones infringidas configuran una sanción expropiatoria a los reclamantes, a pesar de no existir restricción, limitación ni prohibición en la ley en relación a los actos ejecutados y la enajenación y disposición de sus bienes.

Al respecto, se invocan, prescindiendo de su real contenido y efectos, conceptos cuyo solo nombre parece otorgar facultades discrecionales para configurar violaciones a principios informadores del ordenamiento jurídico.

(6) Manifiestan que es un error jurídico aplicar la restricción del artículo 42 N° 6 de la Ley N° 18.046, al dominio que los recurrentes detentaban sobre el esquema de control fáctico de la empresa, y sostener que los recurrentes aprovecharon una oportunidad comercial de las

sociedades CHISPAS conocida en razón de su cargo, pues no existe el menor indicio en el proceso que permitiera alcanzar esa conclusión.

(7) La sentencia extrae conclusiones divorciadas de la realidad respecto de la intención de las partes y el sentido y alcance de la Alianza Estratégica en lo relativo a los intereses de ENERSIS, ya que la sentencia prescinde de la recta interpretación del artículo 44 de la LSA, quebrantando las normas sobre interpretación del Código Civil, y extendiendo el mandato legal a situaciones que no encuadran en la descripción dada por el legislador.

(8) Por otro lado, señalan los recurrentes que se cometió un error de derecho al tener por configurado un conflicto de interés mal resuelto, que constituye el único fundamento de las multas aplicadas. Explican que entre ENDESA ESPAÑA y los gestores clave se acordó un sistema de contrapesos que garantizaba la autonomía de estos últimos frente a los poderes que adquiriría la primera a consecuencia de transformarse en el nuevo controlador legal de ENERSIS.

Sin embargo, en ejercicio de sus cargos los gestores clave no adoptaron ni podían adoptar acuerdo alguno con relación al traspaso del esquema fáctico de control, ya que éste era de dominio exclusivo de sus titulares y no pertenecía a dichas sociedades.

(9) Por otro lado, argumentan que todos los acuerdos contenidos en el Contrato de Gestión corresponden a obligaciones de medio en que sólo se comprometen a desplegar los mejores esfuerzos para lograr el fin que se proponía, esto es, limitar los derechos del nuevo controlador y mantener la misma plana ejecutiva de ENERSIS que había sido designada por el Directorio y, de ese modo, evitar, en beneficio del interés social, que se desarticulara o pudiera alterarse en función de los intereses de ENDESA ESPAÑA.

(10) Frente a otros cargos fundamentados en la Ley 18.046, el argumento principal de los recurrentes es que se formularon sin proporcionar antecedentes y conductas específicas que violen tales preceptos, ni menos configurar un obrar culposo o doloso.

(11) Argumentan que la venta, promesa de venta y contrato de gestión no conforman actos ilegales o contrarios al interés social de las CHISPAS ni de ENERSIS, siendo contratos privados, independientes del interés social, que sólo afectaron el patrimonio de sus propietarios y que no estaban calificados en los estatutos de las sociedades, por lo que dichos actos no pueden ser considerados ilegales.

(12) Continúan señalando que las normas del DL. 3538, Ley Orgánica de la SVS, delimitan las facultades de la institución pública, exclusivamente a la calificación y sanción de los actos ejecutados por las personas naturales o jurídicas en la administración de una sociedad anónima, pero la potestad punitiva no alcanza a los actos y contratos que celebran en el ámbito y administración de su patrimonio.

(13) Argumentan que no pueden considerarse como negociación única e indivisible todos los contratos celebrados, ya que la Alianza Estratégica no fue suscrita por los reclamantes y, además, quien actuó en nombre de ENERSIS lo hizo facultado especialmente por la empresa, y los demás recurrentes son absolutamente ajenos a este contrato.

(14) Continúan señalando que ninguna de las disposiciones invocadas como quebrantadas pudieron ser violadas por los reclamantes, porque no actuaron en calidad de directores, gerentes o ejecutivos de las sociedades CHISPAS y de ENERSIS, sino en el manejo de su patrimonio y los bienes que lo componían.

Concluyen señalando que las infracciones legales y errores jurídicos que denuncian han influido substancialmente en lo dispositivo del fallo, ya que en ellos se sustenta la sentencia que mantiene las multas aplicadas.

Consideraciones de la Excm. Corte Suprema para rechazar el recurso de casación en el fondo de los señores Yuraszeck, Zylberberg, Molina y Brito.

(i) Posición de la Excm. Corte Suprema acerca de la competencia de la SVS.

La Excm. Corte Suprema fue de la opinión que si los recurrentes estimaron vulnerados los artículos 6 y 7 de la Constitución Política de la República por las actuaciones de la SVS, debieron ejercer en su momento la correspondiente acción de nulidad de derecho público.

De este modo, resulta contradictorio que se utilice el procedimiento legal para impugnar resoluciones de la autoridad administrativa y, paralelamente, se plantee que dicha autoridad actuó fuera de la órbita de su competencia.

Argumenta el máximo Tribunal que es la Superintendencia del ramo la que debe actuar en caso de infracciones administrativas, ya que así lo impone la ley en forma expresa y, por su parte, a los tribunales civiles les corresponde conocer de los reclamos que se formulen en contra de los resuelto.

Por otro lado, señala la Corte que la sentencia de primer grado acogió el reclamo por razones de fondo y no por motivos formales, reconociendo la facultad de la SVS para intervenir en este caso concreto. Si bien es obvio que por esta decisión los reclamantes sufrieron un perjuicio procesal, el que pudieron y debieron intentar corregir en la apelación respectiva -lo que no hicieron-, lo cierto es que el fallo quedó ejecutoriado en este aspecto, sin posibilidades de renovar la discusión.

(ii) Posición de la Excma. Corte Suprema en relación a la posición personal o como miembros de ENERSIS en que actuaron los recurrentes.

Establece la Excma. Corte Suprema que la sentencia recurrida no adoptó el criterio de la actuación personal de los reclamantes. Ello, en tanto no resulta posible aceptar que los actores pudieran desdoblarse, abandonando sus calidades de Director o gerente que detentaban, para actuar en los hechos reprochados únicamente como personas naturales, sino que lo hicieron precisamente en razón de los cargos que detentaban en las empresas involucradas.

(iii) Posición de la Excma. Corte Suprema en relación a la transgresión del derecho de dominio y normas que reglan los contratos y obligaciones.

Explica la Excma. Corte Suprema que el fallo recurrido no transgredió el derecho de dominio de los recurrentes ni las normas que reglan los contratos y obligaciones, ya que no se trata de una operación aislada, y tampoco se sancionaron faltas en las transacciones de sus propios paquetes accionarios, sino que sobre un conjunto de actuaciones en que dicha venta se encontraba inserta.

(iv) Posición de la Excma. Corte Suprema en relación al efecto de la resciliación del Contrato de Gestión.

La Excma. Corte Suprema resolvió que tal circunstancia no impedía que la SVS hiciera uso de sus atribuciones fiscalizadoras, ya que dicho contrato formó parte de la operación materia de la investigación, agregando que la autoridad ponderó debidamente la resciliación de los contratos al momento de fijar el monto de las multas.

(v) Posición de la Excma. Corte Suprema en relación al efecto de la existencia de perjuicios en los accionistas de ENERSIS.

La Excma. Corte Suprema resolvió al respecto que la conducta sancionada es la infracción a las prohibiciones de los directores de las sociedades anónimas de anteponer su propio interés al de la sociedad, el que se satisface con la ejecución de la conducta sin que sea necesario que se ocasione perjuicio patrimonial.

(vi) Posición de la Excma. Corte Suprema respecto de la aplicación de normas de la LSA.

La Excma. Corte Suprema estableció que los jueces del fondo no cometieron error de derecho al aplicar las normas de aprovechamiento de oportunidades comerciales con perjuicio para la sociedad, conflictos de interés, ocultamiento de información, deberes, prohibiciones, etc., determinadas como hecho de la causa, ni incurrieron en transgresión a las reglas de interpretación de los contratos que se denuncian.

I Voto disidente que estuvo por acoger los recursos de casación en el fondo, pronunciado por los ministros Domingo Yurac y Jaime Rodríguez Espoz.

El voto disidente se funda en lo siguiente:

(1) A los gestores clave no se les imputa la infracción de ciertas normas jurídicas, no obstante que aparecen mencionados en la resolución sancionatoria y fallo, sino que una conducta que se traduce en el hecho de resolver mal o en forma inadecuada los conflictos de interés que podrían haber surgido en las transacciones objeto del proceso.

(2) Las resoluciones de la SVS no fundamentan de qué forma los gestores clave habrían infringido el deber de fidelidad como directores en relación con la sociedad y los demás accionistas. Tampoco especifica respecto de cuáles sociedades y bajo qué circunstancias se habría producido la referida contravención.

(3) Los gestores clave no pueden haber violado la norma del artículo 39 inciso 3° de la LSA, al encontrarse desempeñando los cargos de directores de CHISPAS, por cuanto el traspaso de control a ENDESA ESPAÑA era del exclusivo dominio de los gestores clave y no de CHISPAS, en tanto la venta que un director de sociedad anónima pueda hacer de su participación en la sociedad no se encuentra comprendida dentro de los actos que contempla el artículo precitado.

(4) Por lo tanto, no puede argumentarse que es procedente la aplicación del artículo 39 inciso 3° de la LSA a los gestores clave, puesto que no adoptaron acuerdos en sus calidades de directores de CHISPAS, no entraron a deliberar en sesión alguna en el Directorio de CHISPAS respecto de la venta de acciones y, asimismo, no aparece que hayan comprometido el interés o algún activo de CHISPAS y, en todo caso, informaron como correspondía a la fecha de la venta.

(5) La SVS no explica o fundamenta en sus resoluciones de modo alguno cómo los gestores clave habrían faltado, en su calidad de directores, al cuidado y diligencia que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios.

(6) La norma que se alega infringida por el fallo recurrido requiere la existencia de perjuicios, lo que conlleva a afirmar que la norma no es útil para entrar a calificar la compraventa y la promesa de venta que involucran las acciones serie B, toda vez que dichos contratos aparecen celebrados al margen de las funciones que desempeñaban a la sazón los gestores clave en CHISPAS, en ENERSIS y en ENDESA CHILE.

(7) En lo que respecta al Contrato de Gestión, cabe resaltar que en el precio aplazado de tal pacto estaba estrechamente ligado al interés social de ENERSIS y se considera alineado con éste.

(8) Los gestores clave no realizaron ninguna de las conductas contempladas en el artículo 42 n° 1 de la LSA, ni estaban obligados a informar por el artículo 54 de la LMV, vigente a la época, esta transacción a los directores de las CHISPAS.

(9) El contrato de gestión iba en beneficio de ENERSIS y no de ENDESA ESPAÑA, ya que perseguía mantener a los gestores clave y un cuerpo de ejecutivos en sus cargos, gerentes y ejecutivos que habían sido designados precisamente por el mismo Directorio de ENERSIS o al menos contaban con su anuencia. Además, limitaba las facultades del nuevo controlador de la empresa, ENDESA ESPAÑA.

(10) Ninguno de los actos de los gestores clave puede ser considerado como ilegal, contrario a los estatutos o al interés social de ENERSIS o de las CHISPAS. Los contratos de compraventa y de promesa de compraventa son contratos privados, independientes del interés social y que, en todo caso, van a afectar el patrimonio de los gestores clave.

(11) Los contratos de compraventa de acciones, promesa de compraventa y contrato de gestión no se celebraron con ENERSIS ni tampoco con las sociedades CHISPAS. En cambio, es evidente que el Contrato de Alianza estratégica se pactó entre ENERSIS y ENDESA ESPAÑA por su directorio, razón por la cual al único de los gestores clave que eventualmente podría aplicarse la disposición en comento sería al señor Yuraszeck. Sin embargo, en el caso del señor Yuraszeck tampoco sería aplicable el artículo 44 de la LSA, ya que el interés del involucrado debe estar contrapuesto el interés de la sociedad, situación que en la especie no sucedió en absoluto, pues fue el directorio de ENERSIS el que precisamente aprobó la Alianza Estratégica sin oposición alguna.

(12) La SVS y la Corte de Apelaciones de Santiago no imputan a los gestores clave la infracción de determinadas normas legales. En efecto, en todo momento ambas autoridades sólo aluden al hecho de resolver mal o en forma inadecuada los supuestos conflictos de interés que podrían haber surgido de las transacciones que ellos celebraron con ENDESA ESPAÑA.

(13) Los gestores clave no estuvieron en condiciones de infringir el deber de fidelidad como directores, ya que no adoptaron acuerdos en esa calidad, no deliberaron en los Directorios de las CHISPAS e informaron como correspondía a la fecha de las transacciones efectuadas.

(14) Los gestores clave no infringieron el deber de cuidado y diligencia, ya que tal cuidado involucra a los directores y a los activos de la sociedad que administran y no mira a la conveniencia o inconveniencia de la compraventa de sus propias acciones en las CHISPAS.

(15) Señalan los disidentes que corresponde aclarar con énfasis que el concepto de conflicto de interés mal resuelto no está normado por la LSA y, en tal evento, no puede entonces ser utilizado para generar alguna sanción a los gestores clave. Tampoco la autoridad puede usar conceptos jurídicos de naturaleza indeterminada como es la noción de orden público económico.

(16) La SVS careció de una base o elemento fundamental para proceder a imponer las sanciones administrativas, ya que no se divisa la existencia de la tipicidad que respalde lo decidido. Es imprescindible que la SVS pruebe que las acciones u omisiones mentadas corresponden, cada una de ellas, concreta y específicamente a la infracción legal que aparece imputada.

(17) La realidad de orden constitucional y legal no habilita en ningún instante a la SVS para entrar a conocer de conflictos que se susciten entre accionistas de las sociedades anónimas. Sin embargo, la SVS sin contar con la normativa aplicable precedió a crear el concepto de conflicto de interés.

(18) La SVS calificó los conflictos de interés como mal resueltos, aspecto que sólo traduce una opinión carente de fundamento.

Sin embargo, no pudo demostrar qué intereses habrían sido afectados y en qué forma se produjo tal situación.

iii) **Comentario final.**

A continuación, comentaremos el caso buscando sistematizar por separado las diversas cuestiones que fueron discutidas en el pleito:

1. En relación a la competencia de la SVS para aplicar las sanciones.

Estimamos que, atendido que la aplicación de sanciones administrativas debe sujetarse a los mismos principios que el derecho penal, por existir entre ambos sólo una

diferencia cuantitativa, la SVS carecía de potestades para aplicar las sanciones impuestas, dado que los hechos que se imputaron a los gestores clave no se contienen en la tipificación establecida por la Ley Orgánica de la SVS.

2. En relación a la afectación del derecho de dominio de los sancionados.

Al respecto, estimamos que los gestores clave fueron sancionados por actuaciones que no tienen relación directa y necesaria con el ejercicio de su derecho de dominio sobre las acciones de su propiedad que vendieron o prometieron vender, lo que no es discutido, sino que con las demás actuaciones realizadas conjuntamente con ellas, especialmente por la celebración del Contrato de Gestión.

3. En relación con la realización de las operaciones objetadas: deber de lealtad, finalidad y efectos de las operaciones realizadas y naturaleza de los conflictos de interés.

En el grueso de este proceso lo que se imputa a los sancionados es una falta al deber de lealtad a la sociedad que administran y al conjunto de los accionistas de la misma, al favorecer sus propios intereses y el de uno accionista, perjudicando al resto, además de imputarles el haber ocultado información con el objeto de que las operaciones resultasen exitosas.

Al respecto, estimamos que si bien los contratos celebrados pueden en teoría analizarse separadamente, y que los gestores clave pueden enajenar libremente sus acciones, lo cierto es que según los hechos acreditados en juicio y las cláusulas clave de los contratos celebrados esas operaciones si constituyen una globalidad, analizados con un criterio finalista. Para concluir de ese modo es de utilidad el propio criterio de los reclamantes, que señalan que existen intereses concurrentes en los diferentes contratos, lo que precisamente permita considerar a todas las operaciones como un solo todo.

En relación a la definición y requisitos de los conflictos de interés, hacemos presente que si bien no existe un concepto legal, ello no obsta a establecer parámetros o notas distintivas de ellos. Creemos que en este caso no existía tal conflicto por la

celebración de la compraventa de acciones y promesa de venta, y tampoco por el acuerdo de Alianza Estratégica, pero si podía existir por el Contrato de Gestión.

Lo anterior, porque dicho contrato ligaba a los gestores clave de manera ineludible con uno de los accionistas de ENERSIS, poniendo en duda el recto ejercicio de sus cargos y la lealtad hacia la sociedad y demás accionistas de ella.

4. En relación con la resciliación del Contrato de Gestión.

Sobre este punto, estimamos que consumada la operación ella es susceptible de ser sancionada, en tanto el hecho ilícito se habría configurado e infraccionado la norma aplicable, sin que la circunstancia de que civilmente se haya dejado sin efecto la convención desaparezcan sus efectos punitivos.

No obstante ello, estimamos que no parece efectivo, dado el alto monto de las multas aplicadas, que la resciliación haya sido considerada para rebajar las multas.

5. En relación con la necesidad de la existencia de perjuicios en los accionistas y en la sociedad para que las multas sean aplicables.

Sobre este punto, estimamos adecuada la resolución de la Excma. Corte en el sentido de concluir que no es necesario tal perjuicio, ya que el mismo no es elemento del tipo respectivo, sino que se centra en el hecho y no en su consecuencia.

6. Conclusiones finales.

El presente caso, si bien no aplica ni se refiere sustancialmente al uso de información privilegiada, es un caso emblemático en relación al rol de los directores y gerentes de sociedades anónimas.

Lo anterior, en tanto estableció e hizo predominar por sobre todas las cosas, especialmente el derecho de propiedad, el deber de lealtad que deben tener los ejecutivos principales y directores de una sociedad anónima con ella y, en síntesis, estableciendo que

en caso de duda entre si un hecho, contrato o actuación podría vulnerar el interés social a favor del involucrado, este debe optar a favor del primero.

Si bien estimamos que lo anterior es adecuado, también estimamos que los Tribunales de Justicia deben hacerlo con el debido respeto a las normas del derecho administrativo sancionatorio, que exige la aplicación de sanciones sólo en la medida de que el hecho esté probado y además esté justificado que constituye infracción normativa. Asimismo, estimamos que se ha sancionado a algunas personas por hechos no realizados por ellos, en tanto, por ejemplo, sólo el señor Yurascek intervino activamente en la celebración del Contrato de Alianza Estratégica.

Asimismo, la cuantía de la multa es desproporcionada, en tanto no produjeron efecto sustancial los hechos imputados, y su monto reviste caracteres expropiatorios que exceden cualquier racionalidad.

Por lo expresado, estimamos que si bien los hechos analizados serían constitutivos de infracciones a los deberes de lealtad, las sanciones impuestas y las sentencias dictadas deben ser entendidas con los reparos que más atrás hemos mencionado.

CAPÍTULO 10. TERCER CASO ANALIZADO: LAN CHILE

La adquisición de acciones por dos directores con posterioridad al conocimiento de los Estados Financieros de una sociedad, calificado de infracción al deber de abstención establecido en el artículo 165 de la LMV.

Por resolución sancionatoria de 6 de julio de 2007, la Superintendencia de Valores y Seguros sancionó a los señores Sebastián Piñera Echeñique y Juan José Cueto Plaza, bajo el fundamento de que adquirieron acciones de la sociedad LAN Airlines S.A. (LAN) estando en posesión de información privilegiada y rigiendo respecto de ellos el deber de abstención.

Solo el señor Cueto Plaza reclamó de la sanción ante los Tribunales de Justicia, proceso que tiene únicamente sentencia de primera instancia.

10.1 Hechos que motivaron la aplicación de sanciones por uso de información privilegiada

Motiva la aplicación de sanciones en estudio la circunstancia que, con fecha 24 de julio de 2006, INVERSIONES SANTA CECILIA S.A. (Santa Cecilia), cuyo principal accionista y director es don Sebastián Piñera Echeñique, realizó compras de acciones de LAN. A esa fecha, el señor Piñera era director de LAN; del mismo modo, con esa fecha realizó también compras de acciones de LAN INVERSIONES MINERAS DEL MAR CANTÁBRICO S.A. (Inversiones Mineras), cuyo principal accionista y director es el Sr. Juan José Cueto Plaza.

En concreto, el 24 de julio de 2006 (10.00 hrs. aproximadamente), en sesión de directorio de LAN, se tuvieron por aprobados los Estados Financieros al 30 de junio de 2006, acordándose repartir un dividendo provisorio de US\$ 0.15071 por acción. La sesión finalizó a las 15.30 hrs. El señor Juan José Cueto Plaza no acudió a la sesión de directorio de LAN y si lo hizo el señor Piñera.

Precisamente, ese mismo día por la tarde (15:59 hrs.), Santa Cecilia e Inversiones Mineras realizaron las compras de acciones mencionadas de la sociedad LAN, en específico, 3.000.000 y 250.000 acciones respectivamente, a un precio de \$3.280 cada una de ellas. Ese día el precio de apertura de ella fue de \$3.270 y el precio de cierre fue \$3.285. De ese modo, el monto de la compra realizada por Santa Cecilia fue de \$9.840.000.000, que representaba cerca del 0,9% de las acciones emitidas por LAN a esa fecha.

El día martes 25 de Julio de 2006 se hicieron públicos los Estados Financieros de LAN, tanto para la SVS y las Bolsas de Valores del país, como para el mercado internacional. El mercado nacional se encontraba cerrado, por lo que sólo a contar del día 26 de julio de 2006 pudo conocer la información contenida en tales Estados Financieros.

Por último, el 10 de enero de 2007 la SVS formuló cargos al Sr. Sebastián Piñera Echeñique y al señor Juan José Cueto, por no observar 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 se posea información privilegiada.

10.2 Proceso de aplicación de sanciones seguido por la SVS

Luego de ponderar los hechos descritos, la SVS llega a las conclusiones que pasamos a detallar.

En primer lugar, estima que la información que poseían los señores Piñera y Cueto era privilegiada. En primer lugar, estableció que era información que se refería a LAN y que no había sido divulgada al mercado, ambos aspectos no controvertidos por los investigados. Asimismo, la misma resolución establece que la información para ser privilegiada solo basta que tenga la potencialidad de afectar la cotización de los valores, no que ello efectivamente ocurra. Explica que los Estados Financieros son por definición¹⁴⁸ esenciales para la determinación y cuantificación de los instrumentos representativos de una compañía que se transa en Bolsa, como Lan, y que por ello una persona razonable que participa en el mercado de valores le asigna relevancia en sus decisiones de inversión.

En segundo término, se establece que la aprobación de los Estados Financieros por parte del directorio de una sociedad anónima transforma en oficial y cierta la información contenida en ellos y, asimismo, que quien conoce dicha información cierta se sitúa en una posición de privilegio respecto del resto del mercado. En virtud de tal relevancia, se pretende por la ley que los accionistas accedan simétricamente a la información relevante para la toma de decisiones, por lo que se disponen de mecanismos formales de entrega y divulgación de los estados financieros.

En tercer lugar, la SVS desecha la argumentación de los reclamantes en el sentido de que sea indispensable un nexo causal entre la información y las variaciones en el valor de la acción. En efecto, estima el órgano de control que es ajena a la definición legal de información privilegiada, que solo requiere potencialidad. Por el contrario, de verificarse dicha afectación, ella sólo vendría a ratificar la aptitud para afectar la cotización de un valor, pero en ningún caso es una exigencia de la información privilegiada.

En cuarto lugar, y en lo relativo a la culpabilidad del infractor de un deber legal de abstención, la SVS estima que queda configurada por la circunstancia de que el obligado

¹⁴⁸ La SVS define en la resolución sancionatoria a los estados financieros como “el medio por el cual una empresa da a conocer de manera racional, sistemática, coherente y conforme las normas contables generalmente aceptadas, su situación financiera, es decir, sus activos, pasivo, patrimonio, pérdidas o utilidades y gravámenes”.

realice la conducta prohibida, a sabiendas o debiendo saber que la ley se lo prohíbe. Desecha la SVS que sea obligatorio establecer que se actuó con la intención expresa y determinada de ignorarla o infringirla, por lo que basta el que no haya adoptado las medidas de prudencia o precaución que pudieran evitar que incurra en la conducta prohibida. En el presente caso, tal infracción quedó demostrada respecto del señor Piñera al señalar el propio sancionado que la operación cuestionada obedeció a la aplicación de un modelo económico que determina la oportunidad en que es conveniente comprar o vender acciones, junto a la inobservancia de medidas o resguardos necesarios para evitar que se produjeran, casual, inadvertida o erróneamente, compras de acciones sujetas a la prohibición legal. Respecto al Sr. Cueto, y pese a que no asistió a la sesión de directorio en comento, pesaba sobre él la presunción de carácter legal establecida en el artículo 166 de la LMV, que a juicio de la SVS no habría sido desvirtuada de contrario, ello, además del “deber-derecho” del artículo 39 inciso 2° de la LSA, de ser informado plena y documentadamente y en cualquier tiempo por el gerente o quien haga sus veces de todo lo relacionado con la marcha de la empresa.

Por otro lado, las resoluciones sancionatorias aclaran que en el oficio de cargos sólo fue desecheda la intencionalidad del “uso de información privilegiada”, pero no se desechó el elemento subjetivo propio del tipo infraccional, esto es, el “deber de abstención” que se le imputa.

En consecuencia de los dicho, se sancionó al señor Juan José Cueto Plaza al pago de UF1.620 por infracción al deber de abstención descrito en la parte final del inciso primero del artículo 165° de la Ley 18.045, por haber efectuado compras de acciones de LAN contando con información privilegiada. Para el señor Piñera, la multa alcanzó UF19.470.

10.3 Procedimiento judicial de reclamación de multas seguido por Juan José Cueto en contra de la Superintendencia de Valores y Seguros

El señor Cueto Plaza interpuso una reclamación judicial de multa en contra de la SVS, conforme dispone el artículo 30, inciso 2° del DL. 3538, Ley de la Superintendencia de Valores y Seguros, la que se radicó y conoció por el 27° Juzgado Civil de Santiago en

primera instancia. En la reclamación se solicita que la sanción impuesta sean dejadas sin efecto, con costas de la causa.

A continuación, se extractará la sentencia de primera instancia, para terminar la exposición del caso con el comentario que merece esa decisión.

10.3.1 Resumen de la sentencia de primera instancia

10.3.2 Exposición de la reclamación

10.3.3 Circunstancias de hecho

Las circunstancias de hecho se adecuan con las expuestas anteriormente.

10.3.4 Fundamentos de derecho

Hacemos presente que los fundamentos de derecho, para una mejor exposición, han sido sistematizados por este autor.

- La sanción imputa el incumplimiento de un deber abstracto de abstención, no contemplado en la ley.

Señala el reclamante que la SVS, al resolver que el señor Cueto no utilizó ni intentó utilizar información privilegiada, y a la vez sancionarlo, ha creado un deber abstracto de abstención no contemplado por la ley.

Ello implicó una interpretación antojadiza y errónea del artículo 165 de la LMV, y la consiguientes sanción por una infracción inexistente. Asimismo, explica que ese deber abstracto no existe, y tampoco una prohibición absoluta de adquirir acciones en el caso en análisis.

- No es efectivo que los estados financieros constituyan información privilegiada *per se*.

Señala el reclamante que no es efectivo, como alegaría la SVS, que exista una especie de presunción de derecho de que los estados financieros son constitutivos de información privilegiada, porque si contiene información irrelevante, cuestión que no analizó la SVS, se debería concluir que se aplicó una sanción injusta y arbitraria. Afirma que con esta presunción de derecho se altera el derecho de presunción de inocencia de los sancionados, violando los requisitos establecidos en el artículo 164 de la LMV.

Asimismo, señala que la SVS debía revisar la concurrencia de todos y cada uno de los elementos de la información privilegiada respecto de los Estados Financieros, lo que no hizo. Se refiere a que se trate de información concreta y determinada referida a un emisor de valores, a valores o negocios de los mismos y, de tal naturaleza, que sea capaz de influir en la cotización de los valores.

Por el contrario, al establecerse la presunción de información privilegiada, se ha trasladado la carga de la prueba al sancionado, violentando el artículo 19 n° 3 de la Constitución Política al no acreditar la SVS los fundamentos de establecimiento de la infracción. O sea, que la información le otorgaba una ventaja al señor Cueto.

- Todo inversionista analiza diversos factores que habitualmente constan en estados financieros para hacer sus inversiones, siguiendo un plan de negocios propio y estructurado.

Entre estos elementos están, en el caso de LAN, una serie de factores como el mercado de la aeronavegación comercial, precio del petróleo, las tasas internacionales de interés, etc., en general, factores de conocimiento público a los cuales los inversionistas hacen seguimiento para tomar sus decisiones de compra y venta de valores.

Afirma que, sobre esa base, lo cierto es que la transacción de acciones objetada por la SVS no fue determinada por las utilidades obtenidas por la empresa en el segundo trimestre de 2006. Señala que ello ha sido reconocido por la SVS, quien en comunicado de prensa de 6 de julio de 2007 descartó el uso de información privilegiada ya que durante el proceso de descargos se logró acreditar que el conocimiento de esa información financiera no fue la causa que motivó las operaciones de compra.

Por lo demás, concluye, las utilidades de LAN en el semestre en comento eran las más bajas de los últimos 10 trimestres, información entregada por los Estados Financieros que se limitó a confirmar lo que el mercado ya sabía.

10.4 Exposición de la contestación de la Superintendencia de Valores y Seguros

10.4.1 Aspectos generales

La SVS explica el mercado de valores y los principios que priman en éste, tales como la fe pública, igualdad entre inversores, inversión plena y veraz y transparencia.

10.4.2 Refutaciones específicas

- En relación con la existencia de deberes de abstención.

Explicó la SVS que efectivamente existe el deber de reserva y de abstención de uso de información privilegiada en los términos expuestos en la resolución sancionatoria.

- Respecto de los Estados Financieros.

Explicó el concepto, fines y relevancia de los estados financieros como factor esencial en la toma de decisiones por los agentes de mercado, y que son comprensivos en sí de información privilegiada, y que la adquisición de acciones de Lan por el reclamante se hizo en virtud de esa información, incurriendo en infracción legal.

10.5 Parte considerativa y resolutive de la sentencia de primera instancia

A continuación se analizará la postura del Tribunal de Primera Instancia respecto de los puntos objeto de la reclamación, intentando sistematizar los diversos considerandos de la sentencia con dicha finalidad.

10.5.1 Naturaleza e importancia de los Estados Financieros

En aplicación del artículo 21 del Código Civil, el Tribunal acude a la definición que el Colegio de Contadores de Chile da a los Estados Financieros, y a la finalidad de la contabilidad que da esa entidad.

Al respecto, señala el Tribunal que dicho Colegio define los Estados Financieros como *“una representación estructurada de la situación financiera y de las transacciones llevadas a cabo por la empresa. El objeto de los estados financieros, con propósitos de información general, es suministrar información acerca de la situación y desempeño financieros, así como de los flujos efectivos, que sea útil a un amplio espectro de usuarios al tomar sus decisiones económicas”*, y explica que el objetivo de la contabilidad *“es proveer información cuantitativa y oportuna en forma estructurada y sistemática sobre las operaciones de una entidad, considerando los eventos económicos que la afectan, para permitir a ésta y a terceros la toma de decisiones sociales, económicas y políticas. Para el ente en sí esto involucra un elemento importante de control, eficiencia operativa y planificación”* y, por último, que *“Los estados financieros son el medio por el cual la información cuantitativa acumulada, procesada y analizada por la contabilidad es periódicamente comunicada a aquellos que la usan”*. (Considerando 7°).

Sobre esa base, el Tribunal concluye que conforme al artículo 164 de la LMV, los estados financieros de cualquier ente societario regido por la LMV contienen y representan información privilegiada, en tanto no hayan sido divulgados al mercado y poseen, de suyo, potencialidad para influir en la cotización de los valores emitidos, independiente de que ocurra o no (Considerando 8°).

10.5.2 Existencia de incumplimiento al deber de abstención y exigencia de elementos subjetivos para incurrir en el mismo

El Tribunal estima que la conducta reprochada al señor Cueto Plaza constituye una clara infracción de las normas legales aplicables -artículo 165 LMV-, sin necesidad de recurrir para ello al análisis de motivaciones subjetivas de culpabilidad del infractor, innecesarias del todo si se considera la patente ilicitud de su objeto al contravenir -en sí

mismo- el derecho público chileno, reflexiones que al ser evidentes excluyen supuestas transgresiones a los derechos fundamentales del reclamante e inexistentes excesos administrativos de la SVS (Considerando 10°)

10.5.3 Rechazo de la reclamación

Por lo señalado, el Tribunal rechaza el reclamo, con costas.

10.5.4 Comentario final

10.5.5 En relación al valor de los Estados Financieros

La presunción de derecho que el Tribunal acoge respecto de que los Estados Financieros, y que es base de la sentencia, creemos que es errada, en tanto es necesario acreditar por el órgano de sanción la concurrencia de todos y cada uno de los requisitos de la información privilegiada.

Ello, en tanto ninguna norma legal ha creado esa presunción y, especialmente, que como ya hemos señalado en otros capítulos el derecho administrativo sancionador se rige por los mismos principios del derecho penal, y no puede existir una presunción de esta naturaleza y menos de derecho en contra del imputado.

Por último, hacemos eco del hecho de que el conocimiento de un Estado Financiero podría resultar del todo inocuo e irrelevante para las decisiones de mercado.

10.6 En relación al reproche subjetivo que puede realizarse respecto de los sancionados en el supuesto uso de información privilegiada

Estimamos que no existen deberes absolutos o abstractos de abstención, como lo hace el Tribunal, ya que estos deberes establecidos en el artículo 165 de la LMV deben ser entendidos en su propio mérito, esto es, bajo los requisitos de la responsabilidad sancionatoria, la naturaleza de la información privilegiada y de que las sanciones y prohibiciones son de derecho estricto.

Sobre ese mérito, el señor Cueto Plaza realizó una operación de valores con información propia, autogenerada, como está acreditado en el proceso, sin que el conocimiento de los Estados Financieros haya motivado su decisión. En ese sentido, el conocimiento o no de los Estados Financieros es del todo irrelevante y, asimismo, la compra de acciones realizada por él no produce perjuicio alguno al mercado.

10.7 Opinión general

Por último, cabe señalar que las prohibiciones de desarrollar negocios son de derecho estricto, y las normas que las establecen deben interpretarse restrictivamente y de ese modo correspondía interpretar y aplicar el artículo 165 de la LMV, que dispone en lo pertinente “*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*” (énfasis agregado).

Creemos que este caso es el más claro de los analizados en esta memoria, en tanto la propia norma en disputa señala *no podrá utilizarla*, por lo que probada la no utilización en el proceso, y reconocida por la SVS, la sanción es jurídicamente improcedente.

CAPÍTULO 11. CASO ADICIONAL: LA POLAR

Cargo por uso de información privilegiada.

11.1 Antecedentes

A mediados del año 2011 el Servicio Nacional del Consumidor (“**SERNAC**”) presentó una demanda colectiva contra Empresas La Polar S.A. (“**La Polar**”) lo cual puso en conocimiento público, especialmente al mercado de valores, sobre la práctica de renegociaciones unilaterales llevadas a cabo al interior de la compañía, las que habrían tenido efectos no dimensionados en el nivel de provisiones de La Polar y las que no habrían sido informadas al mercado. Mediante esta práctica se aumentaban los ingresos provenientes por otorgamiento de intereses y se subestimaba el gasto por provisiones, lo que hacía aumentar artificialmente las utilidades de la compañía.

En virtud de lo anterior, la SVS formuló diversos cargos contra varios ejecutivos de La Polar en especial contra altos ejecutivos y directores de la compañía, entre ellos, Pablo Alcalde Saavedra (Gerente General y, posteriormente, Presidente del Directorio), Julián Moreno (Gerente de Productos Financieros), María Isabel Farah (Gerente de Administración), Santiago Grage (Gerente de Finanzas) y Nicolás Ramírez (Gerente Comercial y, luego, Gerente General), todos los anteriores en adelante los “Ejecutivos Principales”¹⁴⁹.

La SVS formuló cargos contra los Ejecutivos Principales por infracción a la regulación contenida en los artículos 59 letra a) (entrega de antecedentes falsos a las SVS y al mercado) y f) (entrega de información falsa a la Superintendencia en emisiones de valores de oferta pública) y 165 (uso de información privilegiada) de la Ley N° 18.045, sobre Mercado de Valores y a las regulaciones sobre gobierno corporativo de las sociedades anónimas contenidas en el número 4 del artículo 42 (presentar a los accionistas

¹⁴⁹ Por otro lado, el Ministerio Público inició una investigación contra los Altos ejecutivos por los mismos hechos y por los mismos delitos llevados a cabo por la SVS.

cuentas irregulares, informaciones falsas u ocultar informaciones esenciales) de la Ley N° 18.046, sobre Sociedades Anónimas.

11.2 Cargo por Uso de Información Privilegiada

Específicamente, por infracción a las normas contenidas en el artículo 165 de la LMV, la SVS formuló cargos contra aquellos Ejecutivos Principales que directamente, a través de sus sociedades personales de inversión y/o, según correspondiere, indirectamente a través de Inversiones Alpha Limitada (en adelante “Alpha”), vendieron acciones de La Polar entre los años 2009 y 2010.

Alpha fue constituida el año 2006 como vehículo para la adquisición de acciones de La Polar, en el marco de un programa de incentivos para los ejecutivos de La Polar ideado por Southern Cross (accionista controlador de La Polar de la época). Alpha carecía de recursos propios, por lo tanto, cada vez que se efectuaba una operación de compra de acciones de La Polar (específicamente en ejercicio del derecho de suscripción preferente) la sociedad debía recurrir a sus socios o accionistas para financiar dicha adquisición.

En particular, la SVS objetó las siguientes operaciones de venta de acciones La Polar efectuadas indirectamente por los Altos Ejecutivos:

2.1 Venta de acciones de La Polar llevadas a cabo a través de Alpha:

2.1.1. Venta de 5.988.000 acciones de La Polar, el 1 de octubre del año 2009.

2.1.2. La venta de 374.120 acciones de La Polar entre el 30 de junio y el 7 de julio de 2010 *“las que había adquirido mediante la ejecución de sus opciones preferentes por los aumentos de capital de La Polar de los años 2007 y 2009.”*

2.2 Venta de acciones en los años 2009 y 2010, según corresponda, a través de las sociedades personales de cada uno de los Ejecutivos Principales, con excepción de Pablo Alcalde quien nunca tuvo acciones de La Polar directamente a través de

sociedades personales.

11.3 Descargos de los Altos Ejecutivos

3.1 Respecto a la venta de acciones descritas en el numeral 2.1.1. los Ejecutivos Principales sostuvieron que la tenencia o no de información privilegiada era irrelevante, toda vez que la fecha de venta de dicho paquete de acciones estaba predeterminada tres años antes, a través de un documento de Reconocimiento de Deuda suscrito por cada uno de los Ejecutivos Principales y una sociedad ad hoc de Southern Cross el cual fue posteriormente cedido a Penta Inf.

3.2 Respecto a la venta de las acciones que se describen en el numeral 2.1.2 anterior, podemos dividir los descargos en dos grupos:

3.2.1 Pablo Alcalde sostuvo que si bien Asesorías Galicia Limitada (“**Galicia**”), sociedad a través de la cual Pablo Alcalde participaba en Alpha, fue accionista de Alpha por haber concurrido al programa de incentivos creado en 2006, vigente hasta 2009, Galicia no intervino ni fue parte interesada en las operaciones relacionadas con el ejercicio de los derechos de opción por parte de Alpha en los años 2007 y 2009 ni, consecuentemente, en las operaciones de venta de dichas acciones, toda vez que nunca aportó recursos para la adquisición de dichas acciones como tampoco obtuvo ganancia por la venta de las mismas.

3.2.2 El resto de los Ejecutivos Principales señalaron, en general, que la venta de las acciones de La Polar en el año 2010, que correspondían al remanente de acciones adquiridas por alpha en el año 2007 y 2009 en ejercicio del derecho de suscripción preferente de acciones de La Polar, fue decidida por la administración de Alpha (María Isabel Farah y Pablo Alcalde) con el fin de liquidar Alpha, la cual tenía el objeto único de ser el vehículo para materializar el plan de compensación entregado por Southern Cross en el año 2006.

3.3 Respecto a las ventas descritas en el numeral 2.2 anterior, los Ejecutivos Principales sostuvieron, en general, lo siguiente:

3.3.1 Que la ventas del año 2009 tuvo por objeto el pago del crédito que habían tomado con distintos bancos para suscribir el paquete de acciones ofrecidos por Southern Cross (paquete distinto de las 5.980.000 acciones pero que era necesario para suscripción de dichas acciones) en el año 2006.

3.3.2 Alguno sostuvieron que las ventas del año 2010 siempre tuvieron por motivación seguir la recomendación dada por sus asesores financieros, sin haber interferido en ellas mediante cualquier tipo de información privilegiada toda vez que ellos jamás contaron con información distinta que aquella que tenía el mercado. Asimismo otros ejecutivos sostuvieron que vendieron el año 2010 debido a que otros ejecutivos habían vendido previamente ese mismo año y ello no había sido visto como una mala señal por el mercado.

11.4 Resolución de la SVS

Tras cerca de 8 meses que duró el procedimiento administrativo llevado a cabo por la SVS contra los Ejecutivos Principales, el día 9 de marzo de 2012, dicha institución administrativa aplicó sanciones de multa contra los Ejecutivos Principales por infracción a las normas contenidas en el artículo 165 de la LMV, esto es, por uso de información privilegiada.

4.1 Respecto a los cargos descritos en el numeral 2.1.1. la SVS sostuvo en general:

“esta Superintendencia no se ha formado la convicción de que la venta de acciones de La Polar realizada el día 1 de octubre de 2009, haya estado motivada por el conocimiento que a la fecha tenía el formulado de cargos respecto de la real situación financiera de la

compañía. Por el contrario, de las pruebas allegadas al expediente administrativo, es dable concluir que la venta de acciones detallada habría respondido al cumplimiento de la obligación de pago de un crédito adquirido por don... mediante la celebración del contrato de financiamiento de fecha 16 de octubre de 2006. Por tanto, atendido que el artículo 165 de la Ley N° 18.045, vigente a la época de las operaciones bajo análisis, no establecía la prohibición de vender acciones respecto de las cuales se tenía información privilegiada, cuando dicha venta se efectuaba sin hacer uso de ella, no corresponde realizar reproche sobre estas operaciones”

- 4.2 Respecto a los cargos descritos en el numeral 2.1.2 la SVS consideró que las ventas de acciones de La Polar realizadas por Alpha durante el año 2010, respondió a decisiones de inversión de cada accionista individualmente considerado y que a esa fecha, los Ejecutivos Principales tenían conocimiento de la existencia de una parte importante de la cartera que presentaba problemas de morosidad y que se mantenía vigente debido a procesos de renegociaciones unilaterales, y que dicha información no había sido divulgada al mercado y por su naturaleza era capaz de influir en la cotización de los valores de La Polar, dichos elementos configuran la prohibición contenida en el 165 de la LMV. De esta manera, se sanciona con multa a los Ejecutivos Principales por uso de información privilegiada en las operaciones de venta de acciones de La Polar llevadas a cabo indirectamente por Alpha. Sin perjuicio de lo anterior, dado que para materializar la participación en las operaciones de suscripción de acciones, era necesario concurrir a su financiamiento, esta situación no fue posible verificar para el caso de Pablo Alcalde, por lo que, respecto de él, no fue posible verificar el uso de información privilegiada.
- 4.3 Respecto a los cargos descritos en el numeral 2.2, la SVS sostuvo, en general, lo siguiente:

“...habida consideración de que (don/doña) tenía conocimiento a lo menos desde el año (2006, 2009 o 2010, según corresponda) de la real situación financiera de la compañía y que dicha información no había sido divulgada al mercado y por su naturaleza era capaz de influir en la cotización de los valores de La Polar, dichos elementos configuran información privilegiada, circunstancia que hace procedente la prohibición contenida en el 165 de la Ley de Mercado de Valores, en el sentido que, la información privilegiada con que contaba (don/doña) fue utilizada para beneficio propio, siendo (el/ella) determinante en la decisión de enajenación de las acciones de La Polar (en el año 2009 y/o 2010, según corresponda). A dicha conclusión se arriba del análisis de múltiples indicios que hacen presumir lo anterior, tales como: la entidad de la información manejada por (don/doña) y del conocimiento del impacto de la misma en la situación financiera de la empresa, habida consideración del importante compromiso patrimonial que tenía (don/doña) en acciones La Polar, en un sentido tal que, de llegar a hacerse pública la información respecto de la verdadera situación de la Compañía, ello le hubiera significado un detrimento patrimonial importante”

En virtud de lo anterior la SVS sancionó con multa a beneficio Fiscal por infracción a las normas del artículo 165 de la LMV, entre otras infracciones, a 4 de los Ejecutivos Principales: María Isabel Farah, Julián Moreno, Pablo Fuenzalida y Nicolás Ramírez.

El monto de las multas aplicadas por la SVS no fueron determinadas en consideración a cada una de las infracciones imputadas a los Ejecutivos Principales, sino que por el contrario, la SVS el monto de la multa aplicada a cada uno de los Ejecutivos Principales engloba todas las infracciones sancionadas. Dicho eso las sanciones fueron las siguientes:

- **Pablo Alcalde**, sanción de multa por 25.000 UF por:

- (i) Infracción al art. 59 letras a) y f) de la LMV; y
- (ii) Infracción al art. 42 N°4 de la Ley de Sociedades Anónimas que,

Habiéndose desestimado los cargos formulados por uso de información privilegiada.

- **Julián Moreno**, sanción de multa por 20.000 UF por:

- (i) Infracción al art. 59 letra a) de la LMV; y
- (ii) Por infracción al art. 165 de la LMV.

- **María Isabel Farah**, sanción de multa por 20.000 UF por :

- (i) Infracción al art. 59 letra a) de la LMV;
- (ii) Por infracción al art. 165 de la LMV.

- **Nicolás Ramírez**, sanción de multa por 13.000 UF por:

- (i) Infracción al art. 59 letras a) y f) de la LMV;
- (ii) Infracción del art. 42 N°4 de la LSA, y
- (iii) infracción al art. 165 de la LMV.

- **Pablo Fuenzalida**, sanción de multa por 7.500 UF por:

- (i) Infracción al art. 59 letra a) de la LMV; y
- (ii) Por infracción al art. 165 de la LMV.

Respecto de Daniel Meszaros los cargos formulados por la SVS fueron desestimados debido a que durante el proceso administrativo, la investigación llevada a cabo y las pruebas aportadas por las partes fueron suficientes para dejar sin efecto los cargos. Por otra parte respecto de Santiago Grage, la SVS reformuló sus cargos imputando a dicho ejecutivo una supuesta infracción al art. 41 en relación al art. 50 de la LSA y por tanto no se le ha aplicado, por el momento, sanción alguna.

BIBLIOGRAFÍA

ALCALDE Rodríguez, Enrique. Relaciones entre el Interés Social y el Interés personal de los Directores de una Sociedad Anónima. Actualidad Jurídica. Universidad del Desarrollo, (5): 243-253, 2002.

ALCALDE Rodríguez, Enrique. Uso de Información Privilegiada: Algunas Consideración sobre el Sentido y alcance de la Prohibición en relación con su Sujeto, Objeto y Sanción. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile, 27 (1): 11-28, 2000.

ARZOLA, C. y ABUTER, V. La Información Privilegiada en el Mercado de Valores, Memoria de Prueba Licenciado en ciencias jurídicas y sociales). Santiago, Chile Universidad Central, 1997. 175 p.

BARROS Bourie, Enrique. Tratado de Responsabilidad Extracontractual. Santiago, Chile: Jurídica de Chile, 2010. 1.232 p.

CAMPOS Graziani, Rolando. Insider Trading o Uso Indevido de Información Privilegiada. Santiago: Chile: Ediciones Metropolitana, 2006. 274 p.

CAREY, Guillermo. De la Sociedad Anónima y la Responsabilidad Civil de los Directores: Chile: Universitaria, 1992. 242.p

CONCHA Gutiérrez, Carlos. Responsabilidad Civil de los Directores de Sociedades Anónimas. Cuadernos de Extensión Jurídica. Universidad de Los Andes, (1): 47-59, 1996.

EYZAGUIRRE Court, Cristián. Introducción al Corporate Governance. (Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales). Santiago, Chile: Escuela de Derecho, Universidad de Chile, 2001. 174p.

EURLEX [en línea]. Unión Europea, 1989. Consultado el 12 de diciembre de 2006
Disponibile en: <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31989L0592:ES:HTML>>.

GIESZE Craig, R. El Análisis Económico de la Información Privilegiada en el Mercado de Capitales y Valores: ¿Justicia Ineficiente? Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile, 26 (4): 799-838, 1999.

INSIDER trading and securities fraud enforcement act of 1988 [en línea]. Estados Unidos, 1988. Consultado el 23 de noviembre del 2006 Disponible en:
<<http://www.gpo.gov/fdsys/granule/STATUTE-102/STATUTE-102Pg4677/content-detail.html>>.

INSIDER trading sanction act of 1984 [en línea]. Estados Unidos, 1984. Consultado el 23 de noviembre del 2006 Disponible en:
<<http://fpc.state.gov/documents/organization/8043.pdf>>.

JIMÉNEZ, Gonzalo. El Uso Ilegal de Información Privilegiada en el Derecho Chileno. (Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales). Santiago, Chile: Escuela de Derecho, Pontificia Universidad Católica de Chile, 1995. 193p.

KEMELMAJER de Carlucci, Aída. Un caso de Fraude en el Mercado de Valores: el llamado “Insider Trading”. Revista de Derecho Privado y Comunitario, Separata de la Revista, (4): 1467-193, 1998.

Ley N° 18.045. CHILE. Ley de Mercado de Valores. Ministerio de Hacienda, Santiago, Chile, Octubre 1981.

Ley N° 18.046. CHILE. Ley sobre Sociedades Anónimas. Ministerio de Hacienda, Santiago, Chile, Octubre, 1981.

MOLINA Quijada, Karina. El Directorio de la Sociedad Anónima, su Fiscalización, Responsabilidad y los Conflictos de Interés en que pueden verse involucrados los Directores. Memoria de Prueba (Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales). Chile: Universidad Central de Chile, 2003. 155p.

NAQUIRA Riveros, Jaime. Derecho Penal. Teoría del delito I. Santiago, Chile: Ediciones Mc Graw-Hill, 1998 456 p.

NUÑEZ Plaza, Luisa. La Información Privilegiada en el Mercado de Valores. (Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales). Santiago, Chile: Escuela de Derecho, Universidad Adolfo Ibáñez, 1998. 215p.

OCHOA Salaber, Carlos. Gobiernos Corporativos y Deber Fiduciario de los Directores de Sociedades Anónimas. (Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales). Santiago, Chile: Escuela de Derecho, Pontificia Universidad Católica de Chile, 2003. 100 p.

O.S.C.9.1 [en línea]. Canadá, 2009. Consultado el 24 de julio del 2006 Disponible en: <www.osc.gov.on.ca/en/20419.htm>.

PFEFFER Urquiaga, Francisco. A propósito de una sentencia sobre uso de información privilegiada. Revista Actualidad Jurídica, (15): 287, 2007.

PFEFFER Urquiaga, Francisco. Nuevas Normas sobre Gobiernos Corporativos y Mayores Responsabilidades para los Directores de Sociedades Anónimas. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile, 27 (3): 113-141, 2001.

PFEFFER Urquiaga, Francisco. Regulación versus Autorregulación: un dilema crítico a partir del caso Banco Central-Corfo-Inverlink. Actualidad Jurídica. Universidad del Desarrollo, 8: 249-272, 2003.

PRADO Puga, Arturo. Acerca del Concepto de Información Privilegiada en el Mercado de Valores Chileno: su Alcance, Contenido y Límites. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile, 30 (2): 237-269, 2013.

PUELMA Accorsi, Álvaro. Sociedades. 2ª.ed. Santiago, Chile: Jurídica de Chile, 1997. 445 p.

RIED Undurraga, José Miguel. Fundamentos de la Prohibición del uso de la Información Privilegiada en Chile: Una Visión Crítica. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile, 31 (3): 439 – 463, 2013.

RODRIGUEZ Grez, Pablo. Comentario de jurisprudencia sobre uso de información privilegiada. Revista Actualidad Jurídica, (15):239, 2007.

SALAH Abusleme, María Agnes. Responsabilidad por uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores. Memoria de Prueba (Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales), Universidad de Chile, 2002. 174p.

SARBANES – Oxley Act [en línea]. Estados Unidos, 2002. Consultado el 22 de agosto del 2006 Disponible en: <<http://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>>.

SECURITIES exchange act de 1934 [en línea]. Estados Unidos, 2012. Consultado el 22 de agosto del 2006 Disponible en: <<http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>>.

SECURITIES act Canada. [en línea]. Canadá, 1996. Consultado el 22 de agosto del 2006 Disponible en: <http://www.bclaws.ca/Recon/document/ID/freeside/00_96418_01>.

ZAPATA Bernal, María José. Responsabilidad Civil de los Directores de las Sociedades Anónimas Abiertas: en cuanto al conflicto de intereses y al uso de información privilegiada en el caso ENERSIS. Memoria de Prueba (Licenciatura en Ciencias Jurídicas y Sociales) Santiago, Chile: Universidad de Talca, 2004. 173 p