

Miércoles, 4 de enero de 2023 | 12:40

Las dudas que abren los últimos casos de información privilegiada en Chile

Varios creen que las multas que aplica la CMF no están siendo un freno suficiente para que aquellos que tienen acceso a esa información, se desistan de usarla.



Camilo Castellanos

Editor

Pese a las diferencias en sus detalles, con la multa de la CMF por UF 6.000 a Andrés Navarro, director de Sonda, por infringir el deber de abstención encontrándose en posesión de información privilegiada, no fueron pocos los que recordaron otros casos de alto revuelo relacionados a esta práctica ampliamente condenada por el mundo financiero a nivel global.

Como por ejemplo cuando, en 2007, la SVS (hoy CMF) multó por \$363 millones al expresidente Sebastián Piñera, acusándolo de no abstenerse de comprar acciones de LAN

expresidente Sebastián Piñera, acusándolo de no abstenerse de comprar acciones de LAN estando en conocimiento de los estados financieros de dicha compañía, sin que esta información fuera oficialmente revelada al mercado. También el **caso de Gabriel Ruiz-Tagle** en Blanco y Negro, el primero de la era CMF y que dejó en claro cómo el nuevo mecanismo de “delación compensada” tiene el potencial de reducir las sanciones ejemplarizadoras. Hoy, en el caso de Navarro, el foco de discusión parece estar puesto en **si existe o no la posibilidad de que se active la arista penal relacionada a este tipo de actos** y en si la multa es suficiente para desalentar prácticas que minan la esencial confianza que los inversionistas debieran dar por descontada cuando acceden al mercado de valores (en el que se invierten, además, los recursos de los fondos de pensiones).

Para algunos, no hay dudas. “Las normas actuales son muy poco disuasivas”, dice Osvaldo Lagos, académico de Derecho UAI. “Se evidencia en que los precios de acciones aumentan antes de anuncios importantes y eso es indicador de uso de información privilegiada”.

“Las multas máximas que se cobran en Chile son más bajas que en otros países”, agrega Ruby Soteras, socia de Legal en Deloitte Chile.

Si bien se constatan avances regulatorios respecto a la institucionalidad destinada a combatir el uso ilegítimo de información privilegiada en Chile, varios creen que las multas que aplica la CMF no están siendo un freno suficiente para que aquellos que tienen acceso a esa información, se desistan de usarla.

Según el documento de la CMF **"Propuestas de cambios legales para reducir los abusos"**, publicado en 2019, Chile no está entre los peores posicionados en este tema, pero tampoco entre las mejores prácticas. “El informe señala que un buen indicador para medir la existencia de un mercado integro es que no exista un grado de adelantamiento en el precio de las acciones ante anuncios de M&A, donde en un mundo perfecto sin filtración de información el grado de adelantamiento debiera ser igual a cero”, explica Soteras, de Deloitte. En este indicador, Chile se posiciona con un 54%, mismo nivel que México y a distancia de las peores prácticas en Argentina, con 75%, pero también de las mejores en EE.UU., con 33%.

“Tomando ese antecedente y entendiendo que no han existido mayores cambios entre el 2019 y la fecha, se estimaría que hay espacios de mejora en esta materia”, dice Soteras.

Existe consenso en que el uso de información privilegiada es un problema grave para el mercado. “Es una forma de atentar contra el mercado de valores y las condiciones de igualdad de participación de todos los inversionistas”, dice Gonzalo Medina, abogado y profesor de derecho penal de la U. de Chile. Un elemento que, además, va en contra de un principio esencial: la competitiva formación de precios, **según reconoció Joaquín Cortéz a El Mercurio Inversiones en 2019, cuando era presidente de la CMF**. “Una de las cosas con las que uno se encuentra cuando sale al exterior es la preocupación por la utilización de información privilegiada”, señalaba en ese entonces el funcionario.

Actualmente hay tres formas en que se puede castigar la información privilegiada. Una es a través de una demanda civil, otra con sanciones administrativas (multas) desde la CMF y la tercera es con una causa penal por el delito. Para Lagos, de la UAI, en los tres habría falencias que harían que la norma sea poco disuasiva: en la sanción civil dice que es muy complejo “comprobar la causalidad” y que por eso hay pocas demandas; “las multas de la CMF en general son bajas”, añade, y a nivel penal es altamente improbable que quien cometa el delito vaya a la cárcel, advierte. De hecho, y en abierta diferencia con EE.UU., nadie ha ido a la cárcel por uso de información privilegiada en Chile. A nivel local, “si hay atenuantes lo más probable es que haya penas sustitutivas”, señala el académico.

Un problema sobre el que estarían atentos los reguladores. “La CMF ha solicitado que se eleven las sanciones administrativas y penales por abusos en el mercado de valores, apuntando al aumento de la pena actual de todas las infracciones constitutivas de delito”, dice Soteras, de Deloitte. En 2021, con la promulgación de la ley 21.314, se elevaron las penas “y hoy en día se sanciona con presidio menor en su grado medio a presidio mayor en su grado mínimo, esto es desde los 541 días a 10 años”, agrega.

Pero si bien se trata del mismo tope que el de Hong Kong (país peor posicionado que Chile en el índice de adelantamiento en el precio ante anuncios de M&A), aún es la mitad del de EE.UU., con penas criminales que pueden llegar a 20 años.

Y, más allá del número de años, surge otro problema. “En Chile no existen casos emblemáticos donde las penas de presidio hayan sido aplicadas de forma efectiva, quedándose sólo con penas de presidio preventivo. las cuales muchas veces van asociadas a

otros delitos que forman parte de la investigación”, agrega Soteras.

“Las penas de cárcel son poco efectivas para desincentivar el uso de información privilegiada por la carga probatoria que ésta representa y de la que rara vez disponen los organismos reguladores”, dice a su vez Felipe Castro, académico de la Facultad de Derecho de la Universidad Andrés Bello. “Esto, a diferencia de las multas, las que suponen una carga probatoria menor”.

En este aspecto, sin embargo, también hay controversia. Soteras, de Deloitte, dice que a nivel comparado, las multas máximas que se cobran en Chile son más bajas que en otros países. Siguiendo publicaciones de la misma CMF asegura que, para 2019, el máximo a nivel local llega a 15.000 UF, mientras que en Hong Kong es de 94.000, en Canadá de 105.000, EE.UU. 141.000, Brasil 130.000 y Francia 3.121.000.

Y la comparación no solo destaca al mirar al exterior. “Mirando los montos de las multas máximas que puede cobrar la CMF en relación con otras agencias en Chile, tiene límites más bajos que los que se pueden aplicar en otras instancias, por ejemplo, en materia de libre competencia por el Tribunal de Libre Competencia”, dice Soteras.

No todos creen que los montos sean insuficientes en la actualidad. Rodrigo Wagner, académico de la UAI y doctor en política económica de la U. de Harvard, cree que la multa aplicada por la CMF a Andrés Navarro sí generaría un desincentivo a operar con uso de información privilegiada. “Matemáticamente, necesitamos que la ganancia esperada a priori sea menor que la multiplicación de la multa esperada por la probabilidad de detección. Con los datos disponibles, un cálculo rápido de servilleta me sugiere que la multa es en este caso sí fue disuasiva. La operación reprochada es aproximadamente comprar en torno a un 0,3 o 0,4% de la empresa. Dados los montos en los hechos esenciales y las nuevas acciones compradas, entonces las ganancias esperadas podrían haber sido menores a 100 mil dólares. Por su parte, la multa de 6 mil UF bordea los 250 mil dólares. Y dadas las crecientes probabilidades de detección que se perciben, me parece que está siendo disuasiva”.

Saber si la regulación para evitar esta práctica es disuasoria es complejo, dice Harold Contreras, académico del departamento de Control de Gestión y Sistemas de Información de la U. de Chile. “No contamos con información suficiente, no existe estudio alguno que permita

responder esto, aun cuando tenemos información pública al respecto”, dice.

Reconoce que ha habido avances, como la implementación de la Norma de Carácter General 269 del año 2009, donde se instruye la obligatoriedad de reportar las transacciones de los *insiders* a más tardar al día siguiente desde que fue efectuada la transacción, pero cree que falta camino por recorrer. “Si bien este requerimiento está en línea con lo exigido en mayor parte de los países desarrollados, el control y el interés sobre esta información aún es bajo”, dice. Y critica que no haya estudios que permitan evaluar la efectividad de esta política pública y de “las consecuencias económicas que estas transacciones han tenido para el mercado de capitales chileno”.

CAMBIOS A LA VISTA

El marco penal del uso de información privilegiada se encuentra actualmente en revisión en el Congreso, recuerda Medina, de la U. de Chile. El proyecto de ley sobre delitos económicos pasó su primera etapa con la aprobación de la idea de legislar en la Comisión de Constitución del Senado a mediados de 2022. Y, a juicio de algunos, iría por el camino correcto.

“Busca mejorar la regulación en la Ley de Mercado de Valores, perfeccionando aspectos que durante mucho tiempo han sido criticados, como la ampliación de los sujetos destinatarios del uso indebido de información privilegiada o por ejemplo penar la recomendación de operaciones por parte de *insiders*”, dice Medina. Esto, además de modificaciones en general al régimen de penas de delitos económicos, entre los que está el uso de información privilegiada.

Y Medina agrega otro elemento que, a su juicio, sería clave para disuadir nuevos casos: la figura de los **denunciantes anónimos**. Una fórmula aplicada a nivel internacional y en la que solo restaría tiempo para constatar su efectividad.

DEBER O PRIVILEGIO

En los distintos casos de información privilegiada en Chile, hay un elemento en la discusión que se ha repetido: la diferencia entre el delito penal del uso de información privilegiada y la sanción administrativa por infringir lo que se conoce como el “deber de abstención”.

La diferencia “es sutil pero relevante”, dice Soteras, de Deloitte. La clave, a su juicio, estaría en la intencionalidad de la acción.

“La Ley de Mercado de Valores establece una prohibición absoluta a adquirir o enajenar valores a ciertas personas que tengan acceso a información privilegiada, cuya sanción no atiende a la intencionalidad o motivación del actor, sino sólo por el hecho de materializarse la transacción con la asimetría de información asociada”, dice Soteras. “En cambio, en el uso de información privilegiada se requiere un elemento subjetivo adicional que es la intencionalidad del actor en sacar provecho de la información”.

Lagos, de la UAI, cree que esto es una “redundancia”. “Es evidente que conocer los estados financieros con anticipación es información privilegiada”, dice. Pero encuentra algo de sentido en esta diferenciación, dado que al menos se asegura un castigo. “Automáticamente, quien compre o venda conociendo los estados financieros comete al menos un delito administrativo (vulnerar el deber de abstención) y solo si se puede demostrar el objeto deliberado de obtener una ganancia (con lo que sería el delito de información privilegiada) podría haber una sanción penal”, sostiene.

“La prueba de este elemento adicional (del dolo) es más compleja y por lo mismo en general las sanciones en esta materia van por el inciso 1° del artículo 165 de la Ley de Mercado de Valores” y no por una causa penal, dice Soteras.

Otros son más categóricos. “El concepto de información privilegiada y deber de abstenerse no son diferentes y, por ende, no tienen un tratamiento distinto en la ley”, dice Contreras, de la U. de Chile. Asegura que a los inversionistas se les juzga por transar con información privilegiada y que quien esté en posesión de ella debe abstenerse de transar. “En caso de hacerlo, y ser detectado, será juzgado por infringir la ley”, dice Contreras. “El caso de Andrés Navarro no es que haya infringido un concepto de ‘deber de abstención’, sino que transó con información privilegiada y punto. Debe ser juzgado, porque quebrantó la ley”, señala. Una mirada sobre la que, de todos modos, existe **abierta discusión** entre especialistas.