

# **ACTUALIDAD JURIDICA**

La Revista de Derecho de la Universidad del Desarrollo

**Año XVI, N° 31 – Enero 2015**



**Universidad del Desarrollo**  
Facultades de Derecho

## **Difusión de información falsa o tendenciosa e impacto en el mercado de valores. Nuevos criterios jurisprudenciales<sup>1</sup>**

FRANCISCO PFEFFER URQUIAGA

FACULTAD DE DERECHO

UNIVERSIDAD DEL DESARROLLO

**RESUMEN:** En el presente trabajo se comenta la primera sentencia dictada por la Excma. Corte Suprema en un caso sobre manipulación del mercado de valores, en su variante de difusión de noticias falsas o tendenciosas, destacando los criterios relevantes que quedaron asentados en el fallo en comentario, como lo son que los sujetos obligados por la prohibición contenida en el artículo 61 de la Ley de Mercado de Valores son todas las personas, tanto jurídicas como naturales que divulguen información sobre el emisor, sus valores y negocios, o sobre la industria en que tal emisor se desenvuelve; que pueden serlo, entonces, no sólo el mismo emisor, sus ejecutivos, directores o cualquier personero, sino que también toda persona ajena al emisor, que difunda información sobre el mismo; que el sentido de la prohibición de divulgar información falsa o tendenciosa es evitar que los precios de mercado no reflejen la verdadera realidad del emisor y sus valores, con lo cual se defraudan las expectativas de los agentes económicos y se erosiona uno de los pilares básicos del mercado, como lo es la confianza pública; que la información tendenciosa es aquella que se presenta como diversa de la real, que puede ser errónea o verdadera, pero que se divulga con un interés distinto al de sólo dar a conocer la información; que el ilícito contemplado en el artículo 61 de la LMV es de mera actividad, esto es, que se entiende consumado por el sólo hecho de divulgar información falsa o tendenciosa, sin que sea un elemento del tipo infraccional la prueba de haberse afectado realmente el precio del valor en el mercado; y que es también elemento del tipo el propósito de inducir a error en el mercado.

Con fecha 7 de agosto del año 2014 la tercera sala de la Excma. Corte Suprema rechazó el recurso de casación en el fondo (Rol N° 10.462-2013) interpuesto en contra de la sentencia dictada por la Corte de Apelaciones de Santiago que rechazó un recurso de nulidad formal y que, además, confirmó la de primera instancia que desestimó la reclamación deducida por el sancionado en contra de la Resolución Exenta N° 665, de 5 de diciembre de 2005, dictada por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), que le impuso una multa de

<sup>1</sup> Disponible en [www.pfeffer.cl](http://www.pfeffer.cl)

15.000 Unidades de Fomento por infringir lo estatuido en el artículo 61 de la Ley N° 18.045, de Mercado de Valores.

Se trata de la primera sentencia en que la Excm. Corte Suprema se pronuncia sobre la infracción del artículo 61<sup>2</sup> de la Ley de Mercado de Valores (LMV), por lo que resulta del todo interesante analizar los criterios que en ella se plasman, a la luz de los bienes jurídicos tutelados por la Ley de Mercado de Valores.

En primer lugar, se hará una breve descripción de los hechos que fundan la resolución exenta N° 665, de la SVS, que aplicó la sanción de multa, para revisar luego los argumentos sostenidos por las partes en disputa, para finalmente revisar los criterios que se plasman en los fallos de primera y segunda instancia y en el de casación de fondo pronunciado por la Excm. Corte Suprema.

\* \* \*

### **Antecedentes de hecho de la disputa y alegaciones de las partes**

Los hechos son los siguientes:

- a) Durante el segundo semestre del año 2004, y especialmente desde septiembre de ese año, la acción Schwager experimentó un alza sostenida en su precio y volúmenes transados, a partir de una serie de rumores y noticias que circularon en el mercado relacionados, principalmente, con el ingreso de dicha empresa al negocio de los bonos de carbono al amparo del Protocolo de Kyoto. Así se informó mediante hecho esencial de esa compañía ingresado a la SVS con fecha 16 de Septiembre de 2004.
- b) Dichos rumores y noticias se hicieron circular a través de diversos medios, siendo especialmente relevantes las emitidas por el diario Estrategia, publicación de la cual el reclamante es presidente, director y propietario indirecto.
- c) El diario Estrategia, con fecha 1° de octubre de 2004, publicó una entrevista dada por el gerente general de Schwager en que señalaba que estimaba que la acción llegaría a los \$100 y que estaban muy avanzados en proyectos que apuntaban a la reducción de emisiones en la capta-

<sup>2</sup> "Artículo 61.- Las personas que con el objeto de inducir a error en el mercado difundieren noticias falsas o tendenciosas, aún cuando no persiguieren con ello obtener ventajas o beneficios para sí o terceros sufrirán las penas de presidio menor en sus grados mínimo a medio.", en su redacción vigente a la fecha de los hechos. La Ley N° 20.382, con vigencia a partir del 1° de enero de 2010, le agregó un inciso segundo nuevo y le cambió en el inciso primero la expresión *noticias por información*.

ción de agentes contaminantes, aportando una serie de antecedentes en relación a los proyectos. Esta entrevista fue tomada a instancias del diario *Estrategia*. El titular en portada de esa publicación era "*Schwager Prevé que Acción Llegue a \$100 por Negocio de Bonos de Carbono*".

- d) **Días antes, el 7 de septiembre de 2004, el diario** *Estrategia* ya había publicado en la Sección Mercado de Valores una noticia relacionada con el aumento de capital acordado por Schwager, señalando que los papeles de la empresa habían aumentado su cotización.
- e) Con fecha 4 de octubre de 2004, diario *Estrategia* publicó de manera destacada en una página completa y en texto íntegro, la información proporcionada por Schwager a la SVS en respuesta al Oficio N° 8977, de 29 de septiembre de 2004, en que la empresa daba montos para las inversiones y señalaba plazos para la ejecución de los proyectos, aludiendo a alianzas estratégicas para financiarlos. Ningún otro medio periodístico informó este hecho del modo como lo hizo el diario *Estrategia*.
- f) El mismo día 4 de octubre, diario *Estrategia* publicó, además, un reportaje sobre las empresas chilenas que estarían interesadas en ingresar al mercado de los bonos de carbono, haciendo especial énfasis en la posición de Schwager al respecto, publicación también muy destacada y que ocupó parte de dos páginas del diario.
- g) El día 5 de octubre de 2004 diario *Estrategia* publicó una carta del ex gerente general de Schwager en que negaba haber hecho referencia al valor al que podría llegar la acción, y haber señalado un precio específico como el que aparece en la publicación de 1° de octubre de 2004.
- h) El 6 de octubre de 2004, en la página 21, diario *Estrategia* publicó otro reportaje sobre la competencia que enfrentarían los países latinoamericanos en el mercado de los bonos de carbono, también como una publicación especial.
- i) De acuerdo con las declaraciones que prestó ante la SVS el ex gerente general de Schwager, en la entrevista tomada a su persona por un periodista del diario *Estrategia* y publicada el 1° de octubre, éste no le habría señalado que estimaba que la acción llegaría a \$100, sino que lo que habría dicho era que estimaba que el valor de la acción se incrementaría en un 100%.
- j) Del registro de tal entrevista no existió copia ni respaldo alguno.

- k) La sociedad Inversiones Gestión Ltda., de propiedad del reclamante, compró entre los días 6 y 24 de septiembre de 2004, a precios que oscilan entre \$2,8 y \$5,7 la cantidad de 19.257.955 acciones Schwager, invirtiendo \$58.605.000, las cuales posteriormente vendió, a partir del 5 de octubre y hasta el 30 de noviembre, a un total de \$241.897.625 a un promedio de \$12,57 por acción, obteniendo una utilidad de \$183.392.000, equivalente a un 313% promedio de retorno sobre la inversión.
- l) Durante el mismo período –entre el 6 de septiembre de 2004 hasta el 30 de noviembre de ese año–, el precio de la acción Schwager y los montos transados de la misma mostraron un alza significativa. Desde el segundo semestre del año 2004 comenzaron a subir acumulando un alza de 670% hacia fines de septiembre, para presentar nuevamente un alza sumamente relevante, de más de un 400%, el día 1° de octubre de 2004, en que la acción alcanzó los \$40, coincidiendo con la publicación del diario Estrategia referida en la letra c) anterior.
- m) De las declaraciones que prestaron ante la SVS quienes compraron acciones Schwager en esa época –a partir de una muestra de personas que pagaron los precios más altos o transaron montos importantes–, se pudo establecer que sus decisiones de inversión se tomaron, en parte, a partir de la información que sobre dicha acción se daba por el diario Estrategia en relación al ingreso de Schwager al negocio de los bonos de carbono y, especialmente, por la circunstancia de que tal acción alcanzó los \$40.- el día 1° de octubre, lo cual fue consecuencia directa e inmediata de la publicación de la entrevista tomada al ex gerente general de la compañía.
- n) De las declaraciones que prestaron ante la SVS ejecutivas de EuroAmérica Corredores de Bolsa, se pudo acreditar que la decisión de compra de la acción a \$40.- fue tomada en virtud de la publicación de la entrevista al gerente general de la compañía el día 1° de octubre de 2004, dado el influjo que dicho medio ejerció en ellas y la credibilidad del mismo en el ámbito financiero nacional.
- o) Del mérito de las declaraciones que prestó ante la SVS el ex gerente general de Schwager y de los directores de la época, se pudo establecer que cuando se hizo circular dicha información no existían aún proyectos que contaran con una evaluación técnica formal que justificara su información al mercado en los términos en que se hizo, exhibiendo la mayoría de los directores desconocimiento acerca de los proyectos y los procedimientos a seguir para poder emitir bonos al alero del Protocolo de Kyoto.

A partir de estos hechos que constan en la investigación administrativa que llevó adelante la SVS, se estimó que el reclamante había infringido el artículo 61 de la LMV, de momento que, valiéndose del diario de su propiedad, divulgó información de la empresa Schwager de manera tendenciosa, esto es, la presentó de un modo sesgado, parcial e interesado, de tal manera que ello le fuera funcional al interés que había comprometido al adquirir acciones emitidas por esa compañía.

La defensa del sancionado argumentó **básicamente** sobre lo siguiente:

- a) La SVS carecería de atribuciones para sancionar al reclamante por el artículo 28 N° 2 del D.L. N° 3.538. Se dijo que *"la resolución N° 665 viola el principio de competencia porque la SVS carece de atribuciones para sancionar en virtud del artículo 28 del DL N° 3.538 a una persona distinta de aquellas que menciona esa norma, esto es, personas que no están sujetas a fiscalización o supervisión por la SVS, como es mi caso, y el del Diario Estrategia. Al proceder de ese modo, la SVS se ha excedido de sus atribuciones legales y no ha podido ni debido aplicarme una multa"*.
- b) La resolución exenta N° 665 no contiene ningún fundamento de hecho que explique la forma en que el sancionado intervino personalmente en la infracción del artículo 61 de la Ley N° 18.045, ya que no basta que el diario Estrategia hubiere divulgado noticias falsas o tendenciosas, sino que era necesario acreditar la personal y directa participación del reclamante en la divulgación de las noticias, cosa que, en su opinión, no estaría probada en el curso de la investigación.
- c) Se afirmó por el reclamante que no tuvo intervención ni injerencia en las publicaciones de prensa que motivaron la sanción; que todas ellas habrían sido decididas sin su consentimiento ni conocimiento, autónoma e independientemente por los periodistas del diario Estrategia encargados de cubrir las noticias del mercado, por lo que *"sería una mera coincidencia"* el tratamiento del tema Schwager por el diario Estrategia y la compra y venta de acciones de esa compañía que el sancionado efectuó.
- d) Adicionalmente sostuvo el reclamante que las publicaciones cuestionadas por la SVS no fueron tendenciosas y mucho menos falsas, ya que todas ellas eran ciertas, verdaderas y que recogían información oficial y objetiva emanada de la propia compañía, divulgada por ésta al mercado, por lo que no pudo ser calificada de tendenciosa ni menos aún de falsa.
- e) También afirmó el reclamante que no es cierto que se haya actuado con el propósito de inducir a error en el mercado.

- f) Finalmente sostuvo que las transacciones efectuadas por Inversiones Gestión Limitada no tuvieron que ver con la información divulgada por el diario Estrategia, ya que las inversiones de aquella eran administradas por BanChile Corredores de Bolsa y que una ejecutiva de esta corredora habría sido quien recomendó la compra de acciones de la empresa Schwager.

### **Sentencia de primera instancia**

Por sentencia de 29 de diciembre del año 2010, del 1<sup>er</sup> juzgado civil de Santiago (rol N° C-15881-2005), se rechazó la demanda de reclamación.

Respecto de la alegación de falta de atribuciones de la SVS para fiscalizar al reclamante y al diario Estrategia, se resolvió que *"existe en el DL 3538 un procedimiento especial para tratar la falta de atribuciones o abuso de ellas, cual es un Recurso de Ilegalidad que debe interponerse en otra sede jurisdiccional, en la especie, si el actor alega la falta de atribuciones de la Superintendencia de Valores y Seguros para sancionarlo, debió haber recurrido por otra vía. Que, por lo anterior, queda conocer a este tribunal exclusivamente, sobre la aplicación de la multa o de su monto, debiendo rechazarse este argumento, por cuanto no es materia ni competencia del presente juicio"*<sup>3</sup>.

En cuanto a la alegación de que la resolución exenta N° 665 no contendría ningún fundamento de hecho que explique la forma en que el sancionado intervino personalmente en la infracción del artículo 61 de la Ley N° 18.045, señala la sentencia *"Que, del tenor de los fundamentos de la resolución, aparece claramente manifestada la imputación de la Superintendencia, en el sentido que el actor utilizó el medio escrito Diario Estrategia, en calidad de Presidente y Director, para introducir información al mercado de valores de carácter tendenciosa, a fin de obtener lucro por la transacción de las acciones Schwager"*, por lo que queda

<sup>3</sup> La sentencia acogió íntegramente la alegación que la SVS hizo sobre este punto en el escrito de contestación de la reclamación. Se dijo en ese escrito que de las normas citadas queda claro que existen sujetos que están permanentemente fiscalizados por la SVS, como son todos aquellos enumerados en las letras a) hasta la f) del artículo 3° del DL N° 3538, artículo 1° de la Ley N° 18.045 y cualquiera otro indicado en otros cuerpos legales. Pero también que existen otras personas que son ocasionalmente fiscalizadas cuando ejecutan algún acto cuya vigilancia la ley ha entregado a la SVS. Lo que la doctrina comercial distingue como "control permanente" del "control ocasional". Por el primero la SVS ejerce una fiscalización continua, permanente, que se extiende desde antes del nacimiento de la entidad hasta incluso una vez concluido su proceso de su liquidación. Mediante el segundo, la fiscalización se ejerce con motivo de la ejecución de un acto cuya tutela se ha entregado por ley a la SVS. Y esta vigilancia abarca, aunque parezca obvio decirlo, tanto a la operación misma como a las personas que la han ejecutado.

*"clara la imputación respecto del actor de este juicio, el cual entendiéndolos, formuló ya sus descargos en la etapa administrativa, por lo que se excluye la falta de fundamentación de hecho, sin perjuicio de la valoración que se le dé en definitiva".*

Respecto a la no intervención ni injerencia del reclamante en las publicaciones de prensa que motivaron la sanción, sostiene la sentencia de primer grado que *"del análisis de toda la prueba rendida la intervención del actor en las publicaciones de prensa relacionadas con el diario Estrategia y específicamente con las acciones Schwager, es evidente y resulta incontestable, ya que en calidad de dueño y director de Editorial Gestión Limitada, está a cargo de todos los contenidos del diario Estrategia, es quien coordina con los editores todas las publicaciones de manera acuciosa, con lo cual su participación en ellas, según sus propios dichos al declarar ante la SVS, es expresa, detallada y manifiesta, todo lo cual es aseverado por sus propios dichos y por el testigo que depone a fojas 368, el cual a la fecha de su declaración en este juicio no trabajaba para Editorial Gestión Limitada, todo lo cual lleva a concluir y ratificar lo sostenido por la SVS, en cuanto a su clara injerencia en las publicaciones de prensa del mismo, todo lo cual conduce a desestimar el argumento esgrimido por la parte".*

En cuanto a la alegación de que las publicaciones cuestionadas por la SVS no son tendenciosas ni mucho menos falsas, dice la sentencia que *"la norma legal recién expuesta –se refiere al artículo 61 de la LMV–, no sanciona el difundir más o menos cantidad de información al mercado de valores, sino que ésta sea falsa o tendenciosa. Que, si bien, el análisis de los expertos además de la prueba rendida que obra en autos, manifiestan que otras publicaciones de corte económico como La Segunda, El Mercurio, La Tercera y Diario Financiero, difundieron noticias sobre el Protocolo de Kioto, Mercado de Bonos de Carbono y la empresa Schwager, inclusive de manera más cuantitativa que el diario Estrategia, a ninguno de ellos se les ha objetado por la SVS, según antecedentes que obran en estos autos, el haber publicado o divulgado una información que no se ajustara a la realidad de los hechos, que sea tendenciosa, manipulada, interesada o falsa. Que, está acreditado en este proceso, que el diario Estrategia publicó una entrevista al Gerente General de Schwager, quien al declarar ante la SVS y en este juicio a fojas 442, señaló que la publicación de fecha 1 de octubre de 2004 fue producto de una conversación telefónica, vía celular, con un periodista, en la cual respondió temas relacionados con la empresa Schwager, relativo a las inversiones y particularmente a los bonos de carbono, correspondiendo lo aseverado al periodista, salvo en lo relativo a que la acción alcanzaría un precio de \$100, ya que nunca lo dijo, sino indicó que el precio de la acción podría incrementarse un cien por ciento. Que, de lo anterior, resulta evidente, que la sola publicación de la entrevista en el diario Estrategia, acaecida el día 1 de octubre de 2004, hizo que el precio de la acción de la empresa Schwager S.A., se elevara de 7,7 pesos a que estaba el día anterior a la publicación, a \$40 el mismo día, lo cual representa el impacto económico de la publicación en la compra de acciones de la empresa Schwager S.A.". Que, de este modo, se puede deducir que el reclamante, tuvo una*



*manifiesta y directa participación en la publicación de la entrevista al Gerente General de Schwager, de fecha 1 de octubre de 2004, publicación que provocó un alza de carácter excepcional en el mercado de valores, específicamente en la valorización de la acción de la empresa Schwager, inducido por una información que resultó ser errónea y manipulada, ya que fue desmentida formalmente por su fuente, según las declaraciones que ha prestado en el sumario administrativo y en el presente juicio”.*

Respecto a la alegación del reclamante de que no es cierto que haya actuado con el propósito de inducir a error en el mercado, señala la sentencia que *“la inducción y el error se demuestran por los múltiples testimonios de personas que declaran tanto en la Investigación Administrativa, 2005, denominado Caso Schwager S.A. Estrategia, como en el presente juicio, los cuales han manifestado que tomaron la decisión de invertir en acciones de la empresa Schwager, en razón de la entrevista al gerente general de dicha compañía que leyeron en el diario Estrategia y que de otra forma no habrían optado por dicha compra. Además, se prueba, por el hecho que el precio de la acción de la empresa Schwager S.A. se elevó de 7,7 pesos a que estaba el día anterior a la publicación, a \$40 el mismo día, lo cual, según ya dijimos precedentemente, representa el impacto económico de la información entregada al mercado de valores, el cual fue inducido erróneamente a la compra de acciones de la empresa Schwager S.A., a fin de que su precio se elevara”.*

Finalmente, en cuanto a la alegación de que las transacciones efectuadas por Inversiones Gestión Limitada no tuvieron que ver con la información divulgada por el diario Estrategia, ya que las inversiones de aquella son administradas por BanChile Corredores de Bolsa, la sentencia dijo que *“atendido el mérito de los antecedentes, es de toda lógica suponer que el reclamante tenía conocimiento previo de los efectos que en el mercado produciría la divulgación de información tendenciosa en el diario Estrategia y, aprovechando dicha coyuntura, ordenó la compra de acciones Schwager S.A. y su posterior venta, obteniendo una utilidad superlativa, según da cuenta la Investigación Administrativa. Que, siendo de su propiedad la sociedad Inversiones Gestión Limitada y tomando él mismo las decisiones sobre las inversiones en acciones, actuó con ventaja y obtuvo provecho pecuniario de una situación informada en un medio de comunicación también de su dominio, todo lo cual hace que este argumento sea desestimado”.*

De este modo, la sentencia se hizo cargo de todas y cada una de las alegaciones del reclamante, rechazándolas en su totalidad.

### **Sentencia de la Iltma. Corte de Apelaciones**

Con fecha 29 de agosto del año 2013 la 8° sala de la Iltma. Corte de Apelaciones de Santiago rechazó el recurso de casación de forma deducido en contra de

la sentencia de primera instancia y confirmó esta última, reiterando que *“para que se configure la referida infracción –al artículo 61 de la LMV– se requiere entonces que concurran los siguientes elementos: Una persona difunda información; la información difundida sea falsa o tendenciosa; y que la información difundida tenga por objeto inducir a error en el mercado”*.

Respecto de la concurrencia de los citados requisitos, negados por el reclamante en el recurso de apelación, sostiene que del análisis de la prueba rendida por las partes y de la que se hace cargo la sentencia de primera instancia se concluye que en la especie *“el actor tenía clara injerencia en las publicaciones del Diario Estrategia y especialmente las que llevaron a aplicarle la sanción”*; que la misma prueba conduce a la conclusión de *“que la publicación sea –fue– tendenciosa y falsa”*; y, respecto del último requisito, *“que el objetivo fue inducir a error al mercado, pues al publicar el Diario Estrategia la entrevista al gerente general de Schwager, se indujo a la adquisición de las acciones de dicha compañía, lo que llevó a que su precio subiera, determinando un alza de las mismas de 7,7 pesos a 40 pesos, lo que permitió al actor obtener beneficios de carácter patrimonial a través de una sociedad de la que era dueño*.

A todo lo anterior la sentencia de segundo grado agrega que aun de estimarse que la prueba tanto documental como testimonial que se rindió fuera insuficiente para acreditar los requisitos exigidos por el artículo 61 de la Ley N°18.045, *“esta Corte estima que de dichas pruebas además resultan presunciones graves, precisas y concordantes y por tanto constituyen plena prueba, al tenor del artículo 1712 del Código Civil, que el actor en su carácter de dueño y director del Diario Estrategia, tuvo injerencia directa en la publicación de la entrevista del gerente general de Schwager, con fecha 1 de octubre del año 2004, en la que se entregó una información errónea y manipulada –ya que nunca dijo que la acción subiría a \$100–, lo que llevó a que éstas se sobrevaloraran, permitiéndole obtener enormes ganancias, pues era dueño de acciones de Schwager a través de una sociedad de Inversiones”*.

En suma, el tribunal de alzada se hizo cargo de todas las alegaciones del reclamante, desestimándolas.

### **Sentencia de la Excma. Corte Suprema**

Con fecha 7 de agosto del año 2014, la Excma. Corte Suprema, en fallo de mayoría, rechazó el recurso de casación de fondo deducido por el reclamante en contra de la sentencia de la ltma. Corte de Apelaciones de Santiago.

El recurrente sostuvo que se vulneraron normas reguladoras de la prueba contenidas en el artículo 19 N° 3 inciso quinto de la Constitución Política de

la República, en relación con los artículos 160 del Código de Procedimiento Civil y 341 del Código Procesal Penal, en cuanto se refieren al debido proceso en materia probatoria, toda vez que el sentenciador habría introducido un elemento inaceptable a la imputación de la Superintendencia de Valores y Seguros al aludir a información errónea y manipulada, destacando que el uso de estas últimas voces no supone una mera calificación jurídica, sino que conlleva un contenido fáctico que jamás formó parte de los cargos.

Asimismo sostuvo que se quebrantaron las leyes reguladoras de la prueba contenidas en el artículo 1712 inciso tercero del Código Civil en relación con los artículos 426 del Código de Procedimiento Civil y 488 del Código de Procedimiento Penal, en tanto las presunciones han sido mal construidas y han transgredido el estándar normativo aplicable en un caso en que está en juego la potestad sancionatoria de la SVS.

Además manifestó que si bien se tuvo por demostrado que el Gerente General de Schwager S.A. sostuvo que nunca dijo que el valor de la acción de esa compañía llegaría a \$100, quedó establecido que dicha persona sostuvo tres versiones diferentes y contradictorias de su declaración. También dijo que se probó que la publicación efectuada por Estrategia no produjo una estampida de inversionistas a comprar acciones de Schwager S.A. y, por último, que se acreditó que la ganancia de su parte se obtuvo de la venta a \$12 de la acción y no por el aumento de su precio a \$40.

Finalmente, alegó que fue transgredido el artículo 61 de la Ley N° 18.045, desde que su estándar probatorio es más exigente y el de su interpretación es restrictivo, pese a lo cual los sentenciadores resolvieron conforme a unos más laxos, a lo que se suma la denunciada infracción de normas reguladoras de la prueba.

Las infracciones de ley referidas a las normas reguladoras de la prueba y a la gravedad, precisión y concordancia de las presunciones, se desestimó por el tribunal de casación, ya que *"esta Corte Suprema ha sostenido invariablemente que la construcción y determinación de la fuerza probatoria de las presunciones queda entregada a los magistrados de la instancia, pues la convicción de éstos ha de fundarse en la gravedad, precisión y concordancia que derive de las mismas. Y dado que la facultad para calificar tales atributos se corresponde con un proceso racional de los jueces del grado, no puede quedar sujeta al control de este recurso de derecho estricto"*.

En cuanto a la alegación del reclamante de que el sentenciador habría introducido un elemento inaceptable en la imputación que le formuló la SVS al aludir a información errónea y manipulada, pues, a su juicio, el uso de estas últimas

voces no supone una mera calificación jurídica, sino que conlleva un contenido fáctico que jamás formó parte de los cargos, la Excm. Corte Suprema dijo que *"los razonamientos del recurrente en esta parte carecen de fundamentos, pues, a diferencia de lo sostenido por él, la definición efectuada por los sentenciadores al declarar que se "entregó una información errónea y manipulada" corresponde sólo a una calificación realizada por ellos en torno al carácter o naturaleza de la noticia de que se trata, sin que pueda sostenerse razonablemente que ella corresponde o constituye un hecho nuevo"*.

En cuanto a la supuesta infracción de la norma *decisoria litis*, esto es, el artículo 61 de la LMV, luego de citar pasajes de la historia de la Ley N° 18.045 y también de la Ley N° 20.382, que introdujo importantes modificaciones a aquella, dice que *"El conjunto de tales antecedentes no hace sino poner de relieve la importancia que reviste la existencia de información oportuna, fiable y transparente en el mercado, presupuesto con el que colisiona la difusión, como ocurrió en la especie, de una de carácter tendencioso, vale decir, de aquella que "responda a ideas o tendencias, o sea, que se presente parcial o distorsionadamente", pues no de otra manera se pueden entender los hechos imputados al actor por la Superintendencia de Valores y Seguros, en cuanto se le reprocha haber proporcionado información al mercado que "no daba cuenta de la realidad de la empresa y sus nuevos negocios, que a esa fecha eran sólo meras iniciativas e ideas carentes de respaldo técnico, encontrándose muy lejos de una propuesta clara, específica y determinada para hacer una inversión". Como se advierte, la manipulación, la distorsión o la tergiversación de la información entregada por el reclamante al mercado constituyen modos o maneras en que ella puede ser entendida como tendenciosa, puesto que al ser presentada bajo esa apariencia o con esa fisonomía se la está manifestando parcialmente, como obedeciendo a ciertas tendencias o ideas, que en este caso responden al afán del actor de obtener una cierta utilidad como consecuencia del alza del precio de las acciones de Schwager S.A.. Además, de tal entendimiento no se puede excluir la idea de error manifestada por los falladores, toda vez que esta última no sólo engloba lo inexacto sino también el concepto equivocado de algo o la acción desacertada, de lo que se sigue que igualmente puede ser entendida como un medio de comprender lo tendencioso de la noticia difundida"*.

Cabe advertir que el voto de minoría, a partir de lo expresado en la sentencia dictada por la Itma. Corte de Apelaciones, en cuanto a que lo entregado por el reclamante fue *"una información errónea y manipulada"* e invocando como fundamento el principio de tipicidad, concluye *"Que la difusión de información tendenciosa y de información errónea y manipulada, corresponde a situaciones de hecho diferentes que en el contexto de un proceso en que se ejerce el ius puniendi del Estado no pueden considerarse como similares y al hacerlo los sentenciadores han infringido el artículo 61 de la Ley N° 18.045, razón por la cual el fallo recurrido incurre en un error de derecho con influencia en lo dispositivo de éste, que a*

*juicio de esta disidente, hace procedente acoger el recurso de casación de fondo interpuesto”.*

Recoge la alegación del reclamante de que hay una diferencia en el contenido material del reproche que se le formula, ya que la sanción que se le aplicó lo fue por divulgar información tendenciosa, lo que sería distinto a lo declarado por la Corte de Apelaciones, de que la información divulgada sería “errónea y manipulada”.

En todo caso, el voto de mayoría se hace cargo de esta sutileza, en cuanto declara que *“la definición efectuada por los sentenciadores al declarar que se “entregó una información errónea y manipulada” corresponde sólo a una calificación realizada por ellos en torno al carácter o naturaleza de la noticia de que se trata, sin que pueda sostenerse razonablemente que ella corresponde o constituye un hecho nuevo”.*

### **Importancia de la información en el Mercado de Valores**

Esta sentencia de la Excm. Corte Suprema se suma a las varias que ya se han dictado por el máximo tribunal de la República realzando la importancia que la divulgación de información tiene para el correcto funcionamiento del Mercado de Valores<sup>4</sup>.

En general, los pronunciamientos anteriores se habían referido a casos en donde la sanción aplicada lo fue por infringir los deberes de conducta de quienes están en conocimiento de información privilegiada. En ellos, el criterio ya uniforme del máximo tribunal ha sido confirmar las sanciones aplicadas a quienes se aprovechan de una posición de ventaja como lo es aquella en que se colocan al conocer información que el mercado ignora. Esta situación de asimetría, que es la negación misma del principio constitucional de igualdad, es precisamente

<sup>4</sup> Sobre criterios jurisprudenciales acerca del concepto de información privilegiada y los deberes de conducta de quienes la conocen, se pueden consultar los siguientes trabajos de mi autoría: “*Información privilegiada. Criterios asentados en últimas Sentencias de la Excm. Corte Suprema*”, en Derecho Público Iberoamericano, Revista del Centro de Justicia Constitucional, Año III, N° 5, octubre 2014, páginas 289-297; “*Nuevos deberes informativos y precisiones en torno al concepto de información privilegiada en el contexto de la ley que perfecciona el gobierno corporativo en empresas privadas*”, en Revista Actualidad Jurídica N° 22, páginas 181-203, Julio 2010, Universidad del Desarrollo; “*Concepto de información privilegiada y deberes de conducta de quienes están en posesión de ella, a la luz de la jurisprudencia emanada de la Excm. Corte Suprema*”, en Revista de Derecho Comercial, Año 1 N° 1, 2010, páginas 155-181, Universidad de Chile; “*A propósito de una Sentencia sobre uso de Información Privilegiada*”, en Revista Actualidad Jurídica N° 15, páginas 255-296, Enero 2007, Universidad del Desarrollo. También véanse, por ejemplo, sentencia de 27 de octubre de 2005, recaída en ingreso rol N° 4930-2004, caratulado “Parodi con SVS”, rol contencioso N° 2343-2001, del 20° juzgado civil de Santiago y sentencia de 26 de julio de 2007, recaída en ingreso rol número 3364-2006, caratulado “Elesur con SVS”, rol contencioso N° 4394-1997, del 10° juzgado civil de Santiago.

lo que constituye la violación del bien jurídico tutelado en la ley de Mercado de Valores al prohibir la operación con valores en conocimiento de información privilegiada. La necesidad de que todos los agentes económicos participen en un mercado transparente, competitivo, eficiente y con igual oportunidad de acceder a la información que impacta y determina el precio de los valores, es justamente el objetivo que estas normas prohibitivas –artículos 164 y 165 de la LMV– buscan resguardar y asegurar.

En cambio, la prohibición que se consulta en el artículo 61 de la LMV, tanto en su texto vigente a la fecha de los hechos sancionados por la SVS y ratificados por la sentencia que motiva este comentario, como en la actual redacción luego de la reforma que le introdujera la Ley N° 20.382, es evitar que la información que llegue al mercado sea falsa o tendenciosa<sup>5</sup>.

Dado que el precio de los papeles depende de los flujos futuros asociados a los mismos, los que a su vez se relacionan directamente con la información disponible del emisor de esos papeles, es de la mayor importancia asegurar que la información que fluya del emisor al mercado lo sea de un modo veraz, suficiente y oportuno. También, que quienes divulguen noticias sobre ese emisor reflejen veraz y certeramente la información recogida de aquellos.

Una cosa es aprovecharse y obtener beneficios de la posición de ventaja en que queda quien conoce información sobre un valor que el mercado ignora. Y otra muy distinta es divulgar al mercado una información con el propósito de inducir a que el precio del valor no refleje fielmente la realidad económica ni financiera del respectivo emisor del papel. Si bien en doctrina ambas hipótesis se engloban bajo la común denominación de manipulación del mercado, en la práctica incluyen dos conductas muy distintas entre sí, tanto en su contenido material como en el propósito que se busca con su prohibición.

Con todo, dado que la información sobre el emisor, sus valores y negocios, o sobre la industria en que tal emisor se desenvuelve es lo que permite a los agentes económicos formar su opinión y expectativas sobre el valor y por consiguiente definir y determinar su precio, es que la LMV y la Ley de Sociedades Anónimas imponen, en diversas disposiciones, un conjunto de deberes, todos destinados tanto a establecer la obligación de divulgar información en forma veraz, suficiente y oportuna, como también la prohibición de ocultar información o de divulgar información incompleta, falsa o tendenciosa<sup>6</sup>.

<sup>5</sup> Cabe recordar que la Ley N°20.382 le agregó al artículo 61 de la LMV un inciso segundo nuevo y le cambió en el inciso primero la expresión *noticias por información*.

<sup>6</sup> Véase por ejemplo, los artículos 9, 10, 12, 16, 17, 52, 53, 59, 60, 61, 164, 165, entre otros, de la LMV y los artículos 42, 43, 46, 76, entre otros, de la Ley de Sociedades Anónimas.

Ya que si ello ocurre, el precio de mercado del valor no refleja la realidad del emisor y quienes pagan o reciben ese precio están siendo engañados en sus expectativas e inducidos a error en la determinación del precio, ya que éstas se formaron a partir de la información que sobre el emisor se divulgó en el mercado.

Por ello es que el bien jurídico que tutelan las normas que regulan tanto la entrega de información al mercado como aquellas que prohíben la manipulación de la misma, sea en su expresión de operación de valores con información que el mercado ignora –información privilegiada– o en la modalidad de divulgación de información falsa o tendenciosa –manipulación de información propiamente tal–, es siempre el mismo. Proteger la generalizada convicción del público inversionista –confianza pública– de que las expectativas que los agentes económicos se han formado a partir de la información puesta en el mercado y que les permiten asignarle un precio al valor, efectivamente refleja la situación económica y financiera del emisor del papel o de la industria en que el emisor se desenvuelve.

En el caso objeto de este comentario, la sentencia de la Excma. Corte Suprema recoge íntegramente estas ideas. Destaca la importancia de la divulgación de información para el correcto funcionamiento del Mercado de Valores; trae a colación la historia tanto de la Ley N° 18.045 como de la Ley N° 20.382 que ratifican tales asertos; analiza y desmenuza la expresión “*tendenciosa*” contenida en el artículo 61 de la LMV; precisa que el propósito de la prohibición de divulgar información tendenciosa es evitar que “*el contenido de la comunicación propagada o divulgada al mercado no sea verdadera, sea mentirosa, fingida o simulada o que responda a ideas o tendencias, o sea, que se presente parcial o distorsionadamente bajo el influjo de una idea o interés; que el objeto o finalidad perseguida con la ejecución de la conducta prohibida sea el de inducir a error en el mercado, esto es, que como consecuencia de la información falsa o tendenciosa, uno cualquiera de los agentes de mercado hubiere sido llevado, movido, instigado o conducido a una decisión que de no haber mediado la difusión de la información, no hubiera adoptado*”.

El sentido de la prohibición es evitar que el precio del valor se distorsione a partir de información interesada en que ello ocurra.

Adicionalmente concluye que el ilícito contenido en el artículo 61 de la LMV es de mera actividad, esto es, que sólo basta la difusión de información que califique de falsa o tendenciosa para que se entienda consumada la infracción. Si bien el propósito que anima al agente ha de ser el de inducir a error en el mercado y a quienes allí actúen, en el caso en comentario, tal propósito queda de manifiesto con el “*afán del actor de obtener una cierta utilidad como consecuencia del alza del precio de las acciones de Schwager S.A.*”.

## Conclusiones

Este nuevo pronunciamiento de la Excm. Corte Suprema en un caso de manipulación de mercado, pone de relieve, una vez más, la importancia que la divulgación de información tiene para el correcto funcionamiento del mercado de valores.

Los sujetos obligados por la prohibición son todas las personas, tanto jurídicas como naturales, que divulguen información sobre el emisor, sus valores y negocios, o sobre la industria en que tal emisor se desenvuelve. Pueden serlo, entonces, no sólo el mismo emisor, sus ejecutivos, directores o cualquier personero, sino que también toda persona ajena al emisor que difunda información sobre el mismo.

Se precisa en la sentencia que el sentido de la prohibición de divulgar información falsa o tendenciosa es evitar que los precios de mercado no reflejen la verdadera realidad del emisor y sus valores o de la industria en que éste opera, con lo cual se defraudan las expectativas de los agentes económicos y se erosiona uno de los pilares básicos del mercado, como lo es la confianza pública. Que la información tendenciosa es aquella que se presenta como diversa de la real, que puede ser errónea o verdadera, pero que se divulga con un interés distinto al de sólo dar a conocer la información. En el caso a que se refiere la sentencia, el interés que está detrás de la divulgación de la información viene dado por la posición en acciones que tiene quien divulga la información, a sabiendas de que ello afectará el precio de tales acciones.

Se afirma también que el ilícito contemplado en el artículo 61 de la LMV es de mera actividad, esto es, que se entiende consumado por el sólo hecho de divulgar información falsa o tendenciosa, sin que sea un elemento del tipo infraccional la prueba de haberse afectado realmente el precio del valor en el mercado.

Por último, es también elemento del tipo el propósito de inducir a error en el mercado que ha de estar presente en el agente que hace la divulgación. Y en el caso a que se refiere la sentencia en comentario, tal propósito se manifiesta en el interés de quien divulga la información de que ésta impacte positivamente en el precio de las acciones de que está en posesión.