

Comisión Código Penal. Ministerio de Justicia - 2013  
**Propuesta de articulado en materia de delitos contra el mercado de valores**

Fernando Londoño Martínez  
Facultad de Derecho Universidad Diego Portales

## I.- Propuesta de articulado<sup>1</sup>

**Título ... : “Delitos contra intereses financieros y económicos”**

**Párrafo...: “Delitos contra el mercado de oferta pública de valores”**

**Apartado 1. Abuso del mercado de valores: uso de información privilegiada y manipulación bursátil.**

**Art. A.** Con pena [\*\*] será sancionado quien haga uso de información privilegiada, negociando con los valores a que se refiere la información o con instrumentos cuya rentabilidad esté determinada por esos valores, por cuenta propia o de terceros. [Con igual pena] será sancionado quien [, con ánimo de lucro,] revele información privilegiada o recomiende a otro la negociación con los respectivos valores o instrumentos, basándose en dicha información.

En los casos a que se refiere el inciso anterior, la pena se elevará a [\*\*\*] si quien se vale de la información privilegiada hubiere llegado a conocerla en su condición de miembro de los órganos de administración, gestión o control del respectivo emisor; por su participación en el capital del emisor; o bien debido al ejercicio de funciones para el emisor o para un inversionista calificado, intermediario de valores, auditora, clasificadora de riesgos, bolsa de valores o institución pública fiscalizadora.<sup>2</sup>

Salvo prueba en contrario, se entenderá que hace uso de información privilegiada quien, hallándose entre los mencionados en el inciso precedente, negocia con valores de modo correspondiente al contenido de la información privilegiada a que hubiere tenido acceso.

Para los efectos de lo dispuesto en los incisos precedentes, por información privilegiada se entenderá toda información [concreta y] que no se hubiere hecho oficialmente pública, directa o indirectamente relativa a uno o varios emisores de valores de oferta pública, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos, y que, de hacerse pública, pudiere influir en la cotización de los respectivos valores. Se considerará especialmente que constituye información privilegiada la información reservada a que se refiere el artículo 10 de la ley N° 18.045, así como aquella relativa a las órdenes o decisiones de adquisición, enajenación y aceptación o rechazo de ofertas específicas de un inversionista calificado en el mercado de valores.

[No se entenderá que incurre en uso de información privilegiada punible quien realice transacciones en cumplimiento de una obligación, ya vencida, de adquirir o ceder valores, cuando dicha obligación haya estado contemplada en un acuerdo celebrado antes de que la persona de que se trate hubiere accedido a la información privilegiada. Tampoco se entenderá configurada la hipótesis sancionada en este artículo en el supuesto a que se refiere el inciso tercero del art. 165 de la ley N° 18.045.]

---

<sup>1</sup> Simbología utilizada: en el propio cuerpo del articulado se incluyen formulaciones alternativas o se resaltan pasajes opcionales (evidenciando así las cavilaciones del proponente). Para ello se optó por el uso de [corchetes]. En fin, en cuanto a las penas, se usan asteriscos (\*), para destacar las diferencias de *quantum* esperables para cada figura (en escala relativa, interna a la presente rúbrica).

<sup>2</sup>La redacción del párrafo precedente podría simplificarse con alusión al “emisor o ente fuente de la información” (incluyendo así a todos los mencionados en la parte final del inciso)

**Art. B.** Con pena de [\*\*\*\*] será sancionado quien:

1º realice transacciones en valores con el objeto de asegurar un determinado nivel de precio de los mismos, fuera de los casos de estabilización autorizados por la ley o las reglas generales que imparta la Superintendencia de Valores y Seguros para la oferta de valores en el mercado primario;

2º realice transacciones en valores o imparta órdenes para realizar transacciones de valores, idóneas para proporcionar al mercado indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de los respectivos valores;

3º divulgue al mercado información falsa o tendenciosa o se valga de cualquier otra conducta engañosa semejante, idónea para alterar o mantener el precio de uno o más valores;

[Se entenderá que las transacciones u órdenes para realizar transacciones que no representen decisiones reales de inversión o que empleen cualquier dispositivo ficticio o simulado, serán de aquellas a que se refiere el numeral 2º en la medida que, por los montos involucrados y la calidad inversionista de una o más partes, las transacciones u órdenes puedan considerarse relevantes para el mercado del valor en cuestión.]

## **Apartado 2. Falsedades ideológicas en el mercado de oferta pública de valores**

**Art. C.** El que en la administración de una sociedad sujeta a control o registro en virtud de la ley N° 18.045 omita llevar la contabilidad o entregar la información esencial a que está obligado, o cometa falsedad sobre la situación financiera o patrimonial, negocios o valores de la sociedad, en la documentación que deba llevar o acompañar de acuerdo con la ley o lo prescrito por la autoridad competente o en las comunicaciones o documentación disponible para otras entidades o para el público en general, sufrirá la pena de [\*\*\*].

[Con [igual penal] será sancionado el administrador o apoderado de una bolsa de valores que dé certificación falsa sobre las operaciones que se realicen en ella y el corredor de bolsa o agente de valores que dé certificación falsa sobre las operaciones en que hubiera intervenido].

**Art. D.** El que actuando por una sociedad clasificadora otorgue una clasificación que no corresponda al riesgo de los valores que clasifique será sancionado con la pena de [\*\*\* a \*\*\*\*].

Con [igualpena] será sancionado el contador o auditor que dictamine falsamente sobre la situación financiera de una persona sujeta a obligación de registro de conformidad a la Ley N°18.045.

**Art. E.** Las penas previstas para las falsedades sancionadas en este apartado no se impondrán en la medida que los hechos resulten punibles a título de manipulación bursátil del art. B, caso en el cual sólo se aplicarán las penas dispuestas para este segundo delito. Con todo, si por la reiteración de delitos de que trata este apartado correspondiere imponer una pena superior a la del título de manipulación bursátil, recibirá aplicación aquella en lugar de ésta.

**Apartado 3. Delitos en perjuicio de inversionistas en el contexto del mercado de oferta pública de valores (infracción a deberes de OPA; uso indebido de valores en custodia; administración desleal por administradoras de fondos reguladas)**

**Art. F.** El que perjudique a otro adquiriendo acciones de una sociedad anónima abierta, sin efectuar una oferta pública de adquisición de acciones en los casos que ordena la ley, será sancionado con la pena de [\*\* a \*\*\*].

**Art. G.** El corredor de bolsa o agente de valores [o quien actúe a su nombre] que perjudique a otro utilizando indebidamente, en beneficio propio o de terceros, valores entregados en custodia por el titular o el producto de los mismos, será sancionado con pena de [\*\*\*].

**Art. H.** El encargado de una administradora de fondos regulada por la ley de mercado de valores [o quien actúe a su nombre] que realice operaciones con los bienes del fondo para obtener beneficios, directos o indirectos, para la administradora, para sí o para terceros relacionados; o que ejecute cualquier conducta en abuso de sus facultades de administración y que perjudique al fondo, será sancionado con pena de [\*\*\* a \*\*\*\*].

**Art. I.** El administrador que, sabiendo o debiendo saber el estado de insolvencia en que se encuentra la empresa que administra, acuerda, decide o permite que ésta emita valores de oferta pública o haga oferta pública de los mismos, será sancionado con la pena de [\*\* a\*\*\*]. La pena podrá elevarse en [\*] si la empresa consume su oferta y recibe efectivamente dinero por los valores respectivos.

**Apartado 4. Delitos contra la fiscalización administrativa en el contexto del mercado de oferta pública de valores**

**Art. J.** El que sin la correspondiente autorización o registro realice oferta pública de valores o actúe como corredor de bolsa, agente de valores o calificadora de riesgos, será sancionado con pena de [\*\*]. Por su parte, con pena de [\*a\*\*] será sancionado el que, sin la correspondiente autorización o registro, use las denominaciones de corredor de bolsa, agentes de valores o calificadora de riesgos, o que de cualquier otro modo se atribuya la calidad de las mismas.

**Art. K.** El que, estando sometido a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros o actuando por una entidad sometida a dicha fiscalización, oculte, destruya o altere antecedentes que por ley está obligado a conservar a disposición de dicha autoridad, sufrirá la pena de [\* a \*\*].

En igual pena incurrirá el que, en las mismas situaciones, presente antecedentes falsos a la autoridad en el marco de un proceso de fiscalización.

**Apartado 5. Disposiciones comunes a los apartados de este párrafo**

**Art. L.** En los delitos contemplados en este párrafo, además de las penas allí previstas, se impondrá la de [inhabilitación especial], para el ejercicio de la profesión, si el autor es contador, ingeniero o administrador de empresas; y en todo caso, para desempeñarse como gerente, director o administrador a cualquier título de una sociedad sometida a la fiscalización de la Superintendencia respectiva.

**Art. M.** Los valores a que se refiere este párrafo corresponden a aquellos de oferta pública, sujetos a regulación en virtud de la ley N° 18.045. En el mismo sentido deberán entenderse hechas las referencias a los emisores y entidades que participan en el mercado y en la intermediación de dichos valores.

Para los efectos de lo dispuesto en este párrafo, las expresiones técnicas se entenderán en el sentido de lo dispuesto en la ley N° 18.045 y las reglas generales aplicables emanadas de la Superintendencia de Valores y Seguros.

**Art. N.** Derogación: arts. 59 a 62 de la LMV; art. 159 D.L. 3500.

## II.- Explicación general de la propuesta de articulado

El contexto y alcance de la regulación coincide con aquél de oferta pública de valores y sus respectivos mercados e intermediarios regulados, en consonancia con el art. 1 de la ley N°18.045 (= LMV, en adelante). Ello se aclara en virtud del art. M final.

El párrafo de delitos relativos al mercado de valores se compone de cinco apartados: el primero, y más importante, incluye los delitos de abuso de mercado (uso de información privilegiada y manipulación bursátil); el segundo apartado atañe a las falsedades ideológicas especiales del contexto que nos ocupa; el tercer apartado incluye delitos que prioritariamente afectan intereses individuales de inversionistas que recurren al mercado de valores (infracción a deberes de OPA y administraciones desleales); el cuarto apartado considera dos figuras de atentados a las facultades de fiscalización del ente regulador; en fin, el apartado final contiene disposiciones comunes al párrafo.

En la construcción de la propuesta se ha tenido especialmente a la vista la legislación vigente de sector (LMV), así como la propuesta del Foro Penal (arts. 336 a 351). En cuanto al derecho comparado, una fuente de habitual consulta ha sido la regulación europea, sintetizada en la Directiva de Abusos de Mercado UE 6/2003 (en adelante Dir. 6/2003). Otras fuentes de referencia se indican caso a caso en la justificación del articulado<sup>3</sup>. De cualquier modo, puede anticiparse que las principales innovaciones respecto a los citados modelos se hallan en la sección de delitos de abuso de mercado.

Antes de comenzar la explicación detallada de cada propuesta de articulado, el suscrito debe advertir sobre una dificultad prácticamente insalvable en un proyecto de estas características; a saber, el que las figuras penales que se propone introducir descansan sobre una densa atmósfera de regulación administrativa, cuya enmienda sería imperiosa para una adecuada recepción de las figuras penales propuestas (de éstas o de cualquiera otras imaginables); y la dificultad radica en que en este contexto no es posible ofrecer una adecuada propuesta de reforma del derecho administrativo-regulador del sector, ni posiblemente podría la Comisión de Código Penal acometer un proyecto semejante. En dos palabras: una propuesta incisiva supondría una propuesta de reforma del contexto administrativo; pero una propuesta de reforma de ese contexto no parece aquí abordable; no al menos por el suscrito. Si además se considera la casi completa (y lamentable) superposición entre tipologías penales e ilícitos administrativos a que da lugar nuestra LMV (intencionadamente, si se considera el tenor del inc. 3° del art. 58 LMV), se comprenderá entonces la incomodidad del suscrito; pues se propone un articulado de figuras penales cuya recepción – aunque sea muy parcial – no podría no alterar la interpretación que quepa dar a los ilícitos administrativos, pese a que tal efecto no fue ni pudo ser perseguido mediante este informe. Dicho todo lo anterior, se propone entonces el articulado a modo de rudimentaria hipótesis de trabajo, en la convicción de que algunas de sus formulaciones podrán ser de interés de cara a una discusión más amplia, que necesariamente debería involucrar al completo sector.

---

<sup>3</sup> Se sugiere en cualquier caso la consulta del muy ilustrativo documento emanado en 2009 por los Comité de Autorregulación de las Bolsas de Valores (de Comercio de Santiago y Electrónica): “Reglas para prevenir y combatir el uso de información privilegiada y la manipulación de mercado”.

En fin, vinculado a lo anterior, se hace presente que la propuesta no ofrece una propuesta de regulación para los problemas concursales entre ilícito administrativo y delito (lo que desde ya supondría una revisión del art. 58 LMV), en el entendido que dicha materia será globalmente abordada por la Comisión de Código Penal, esperablemente en una línea que auspicie la primacía de la sanción penal por sobre la administrativa.

### III.- Explicación Particular de la propuesta de articulado

#### Apartado 1. Delitos de abuso de mercado.

##### Explicación del Art. A (uso de información privilegiada)

1. La propuesta no limita el ámbito de sujetos activos al solo círculo de *insiders*. Es más, dicha calidad sólo determina una agravación, conforme al inciso segundo de la propuesta de art. A. Como es obvio, ésta es una decisión especialmente caracterizadora de la propuesta, en la medida que difiere de la tradicional identificación del injusto de esta figura como coincidente con un determinado *status* o posición al interior de un emisor o bien con la infracción de un deber de lealtad para con la fuente de la información (perspectiva que con toda seguridad sugiere el estado de la cuestión en el derecho estadounidense). El eje del injusto se reconoce, en esta propuesta, en el propio uso de una información no disponible para el público inversionista (y a la que éste debía tener acceso), con la consecuente afectación de las condiciones de paridad-competitiva que caracterizan al modelo de mercado de oferta pública de valores (con la consecuente afectación de la confianza del público inversionista).<sup>4</sup> De todos modos, la decisión de no limitar el ámbito de sujetos activos al solo círculo de los *insiders* se condice con la tendencia de derecho comparado – especialmente europea – y con nuestra propia LMV, si se interpreta el art. 60 g) como delito de sujeto activo común. El proyecto *Foro Penal* sigue también esta línea en su art. 349, figura residual de sujeto activo común, privilegiada respecto al tipo de sujeto activo especial del artículo 347.<sup>5</sup> La propuesta del Foro Penal – elegante y simplificadora, por lo demás<sup>6</sup> – es por cierto de recibo; si aquí se ha invertido la relación de los tipos (= figura base de sujeto activo común y figura calificada de sujeto activo especial) ha sido sólo para poner énfasis en la caracterización del injusto, en los términos recién comentados.
2. En cuanto al círculo de sujetos activos que ven agravada su responsabilidad por el uso de información privilegiada (*insiders primarios*, fundamentalmente, en la nomenclatura más conocida), la propuesta sistematiza las diversas (y dispersas) tipologías de la LMV y del D.L. 3500, recurriendo a una fórmula comprensiva de las posiciones relacionadas a emisores, inversionistas institucionales, auditoras y entidades públicas fiscalizadoras (art. 60 e) en relación con el art. 166 LMV), clasificadoras (59 e) LMV) en relación con art. 85 y art. 60 d) LMV) y administradoras de fondos (59 e) LMV en relación con el art. 162 d) y e) LMV; amén del art. 159 del D.L. 3500). Por su parte, los terceros relacionados a los mencionados (tippee: parientes, característicamente) quedarían cubiertos por la figura base, no por la calificada.
3. Se propone sancionar el “uso de información” propiamente (y no ya las meras “transacciones estando en posesión de información” = mero “deber de abstención total”), de modo que se afirma la necesidad de una vinculación de motivación (causal)

---

<sup>4</sup> La alteración de las condiciones compartidas de aleatoriedad de las inversiones, de acuerdo a la visión de P. Koslowski, *The Ethics of Banking. Conclusions from de financial crisis*, Dordrecht (Springer), 2011, p. 35.

<sup>5</sup> Como puede leerse en los fundamentos de la propuesta de la Secretaría Técnica del Foro Penal, dando cuenta de los aspectos criticables de nuestra actual legislación: “...no es del todo claro que la ley alcance la situación de los llamados *insiders secundarios*, esto es, de aquellos que han tomado conocimiento de la información sin pertenecer a los círculos donde ésta se produce. Es posible que éstos estén tratados en el art. 60 letra g) (en oposición al círculo más cerrado del art. 60 letra e)) y en el art. 60 letra h), pero si es así, como es la clara tendencia en el derecho comparado, debería distinguirse en materia de penalidad, pues sólo respecto de los *insiders primarios* se verifica el importante elemento de infracción de deber que caracteriza estos delitos.” (Materiales de Estudio. Parte Especial, fundamentación del párrafo dedicado a los delitos societarios y contra el mercado de valores; disponible en Rev. Política Criminal, N. 1, 2006.)

<sup>6</sup> Aunque puede ser problemática la referencia al acceso en razón de “posición o cargo en una sociedad” (es decir, cualquiera), sin limitaciones de contexto.



entre información y negociación con valores (al respecto véase la presunción propuesta como inciso tercero). Esta redacción es entonces la que en principio hace superflua la cláusula hermenéutica prevista como inciso final del art. A, en la que se advierte la exclusión de dos supuestos en los que claramente no puede afirmarse *uso* de información (aunque sí negociaciones estando en posesión de información). Una de dichas “aclaraciones” se toma del derecho europeo (art. 2.3 Dir 6/2003); la otra del inciso tercero del art. 165 LMV (intermediarios que operan bajo estrictas órdenes de clientes, sin usar por tanto de “su” información privilegiada). En mi opinión ambas aclaraciones son superfluas, pero se ha decidido incluirlas en un inciso final (entre corchetes), ya para poner en evidencia el punto, ya para el evento que se decida cambiar la redacción del inciso primero propuesto (caso en el cual podrían cobrar relevancia).

4. Adicionalmente, se propone castigar en el mismo plano la *revelación* de información, así como las *recomendaciones* basadas en ella. Esta segunda hipótesis se toma del derecho europeo (art. 3 b) de la Dir 6/2003). En principio resulta muy dudosa la inclusión de la *recomendación* en el uso de información por cuenta propia o ajena (en la medida que supone una negociación en primera persona, si bien no necesariamente con patrimonio propio), de manera que su explicitación parece justificada (tampoco parece segura su subsunción bajo el 60 g) actual, sin perjuicio de que constituye una conducta expresamente prohibida de acuerdo al art. 165 LMV). En cuanto a la tipicidad subjetiva, se propone una exigencia de *ánimo de lucro*, siguiendo en ello la propuesta del Foro Penal (art. 348)<sup>7</sup>, sobre la base de una decisión legislativa nacional explícita en el actual 60 h) LMV. De todos modos el punto puede ser discutible, razón por la cual se ofrece como alternativa de redacción (entre corchetes). No ha parecido necesario incluir una fórmula de atipicidad o justificación especial para las revelaciones funcionales al normal desempeño del trabajo del *insider* (según uso de la regulación europea: cfr. art. 3 Dir 6/2003), desde que una adecuada interpretación del tipo debería asegurar su exclusión. En efecto, desde ya las hipótesis que con dicha fórmula se busca excluir<sup>8</sup> no han de entenderse como *revelaciones*, en el sentido de *indiscreciones*. En lo demás, concurrirá la genérica justificante de ejercicio de derechos/deberes que seguramente la Comisión de Código Penal contemplará en la Parte General.
5. Como objeto material se incluyen los valores de referencia, así como los instrumentos cuya rentabilidad se determina por los valores de referencia (cfr. inciso segundo del art. 165 LMV). La referencia puede considerarse superflua, pero en todo caso parece dejar despejada cualquier duda relativa al caso de transacción con indexados o derivados. En lo demás, el artículo M de esta propuesta contempla un reenvío al concepto de valor de oferta pública de la LMV.
6. La conducta consiste sólo en negociaciones con los valores (e instrumentos relacionados), amén de la revelación/recomendación de/con la información. De este modo, siguiendo la tónica de nuestra LMV y de derecho comparado en general, no se criminaliza toda conducta de uso de información, sino sólo aquellas que recaen en transacciones de títulos (amén de la revelación/recomendación). Por tanto, no resulta punible la conducta de quien, por ejemplo, conociendo la decisión de expansión de una empresa en una determinada localidad, realiza adquisiciones de inmuebles en ella, etc.
7. No se sigue en la propuesta el confuso modelo de *presunción de posesión* de información contenido en el art. 166 LMV. Se propone en cambio – como inciso tercero – una

---

<sup>7</sup> Cfr. Secretaría Técnica Foro Penal. Materiales de Estudio. Parte Especial, supra cit. nota 5: “...se tipifica la *revelación* de la información, ahora sí con ánimo de lucro, no tanto por considerar que la indiscreción en esta materia no sea reprochable, sino porque aparentemente existe una decisión política en la ley en orden a no reprimirla.”

<sup>8</sup> Piénsese en el caso de la comunicación de información a subordinados, abogados externos o asesores de prensa, siempre en razón del tipo de actividades que el *insider* debe realizar en beneficio del emisor o agente de que se trate.

presunción sólo relativa al *uso* de información privilegiada, allí donde se compruebe la negociación con valores en un sentido que resulte compatible con el contenido de la información de que se trate (a saber, se *compran* o se *venden* determinados instrumentos financieros allí donde la información de cuenta de un juicio de *subvaloración* o *sobrevaloración* del instrumento por el mercado, respectivamente). El fundamento de la presunción – meramente legal, por cierto – mira a orientar a la praxis, introduciendo una inversión de la carga probatoria en línea con máximas de experiencia, excluyendo entonces la necesidad de una prueba sobre el *uso* de la información allí donde se pruebe el acceso a la información y una posterior negociación compatible con el contenido de la misma. No escapa al suscrito que el rendimiento de la presunción puede ser muy modesto (pues no se trata de una presunción relativa al *acceso* o *posesión* de la información, aspecto cuya acreditación constituirá un punto central de la actividad probatoria de cargo), pero no puede descartarse a priori su utilidad en un escenario en el que se pretenda por la defensas la prueba de la vinculación motivacional entre información y negociación con valores (como alternativa a lo que de otro modo no sería más que una mera infracción a un *deber de abstención*, sancionado sólo administrativamente; cfr., al respecto, el muy discutido caso LAN).

8. En cuanto a la definición de información privilegiada, se ha seguido de cerca la redacción del artículo 164 LMV, mejorándola allí donde ha parecido oportuno, considerando en la especie la redacción de los arts. 1 y 2 de la Dir. 6/2003. Se ha buscado dar con un concepto amplio. Por otra parte, se mantiene la referencia a la *información reservada* como forma de información privilegiada (asumiendo que a su respecto no es necesaria la prueba de la relevancia). En la misma línea, se amplía la hipótesis de *frontrunning*, con referencia a las decisiones de inversión de los inversionistas *calificados*, ámbito más amplio que el de los solos inversionistas *institucionales* (cfr. la letra f) del art. 4 bis LMV: se está pensando fundamentalmente en órdenes de socios controladores o miembros del pacto de mayoría de un emisor).
9. Como se ha anticipado, se incluye en un inciso final – a modo de alternativa en corchetes – una cláusula hermenéutica que recoge hipótesis que no han de considerarse típicas en ningún caso; la primera, relativa a negociaciones fundadas en obligaciones contraídas con anterioridad al acceso a la información, inspirada en la regulación europea (art. 2.3 Dir. 6/2003); la segunda, relativa a intermediarios que negocian por cuenta de terceros, basada en la legislación nacional vigente (inciso tercero del art. 164 LMV). La razón por la que se ofrece como alternativa en corchetes es que, a juicio del suscrito, la cláusula es prescindible dada la redacción del inciso primero del art. A propuesto, cuya correcta interpretación debería llevar de todos modos a excluir esas hipótesis (ello sin perjuicio de la necesidad de prueba de la precedente obligación o de la exclusiva injerencia decisional del cliente, en su caso).
10. En cuanto a las penas, se propone el recurso a sanciones privativas de libertad compatibles con los márgenes superiores de las penas previstas para los actuales *simples delitos* (= presidio menor en su grado máximo) y, en todo caso, inferiores a aquellos previstos para las manipulaciones bursátiles. En lo demás, habrán de adoptarse las penas accesorias previstas para delitos de índole semejante (económicos).

### **Explicación del art. B (manipulación bursátil)**

1. Aspectos generales. La propuesta de artículo B pretende hacerse cargo de las conductas reconducibles a la categoría de manipulación bursátil, considerando tanto la situación de derecho nacional, como de derecho comparado. Se ofrece así una sistematización de dichas conductas, inspirándose en los contenidos de los actuales artículos 52, 53 y 61 de la LMV, así como en el artículo 1.2 de la Dir. 6/2003. De este modo, se agrupan en una sola disposición las propuestas contenidas en los arts. 340 a 343 del proyecto Foro

Penal (aunque con las modificaciones que en cada caso se indican), que en lo sustantivo no hacían más que transcribir los contenidos de las citadas disposiciones de la LMV. Se propone un tratamiento penológico equivalente para cada uno de las hipótesis, careciendo de todo sentido la distinción mantenida desde sus orígenes por la LMV (privilegiando la hipótesis de *manipulación informativa* del art. 61), también compartida por la propuesta del Foro Penal.

2. Los numerales 1º y 2º atañen a las denominadas *manipulaciones operativas*, mientras que el numeral 3º se refiere las *manipulaciones informativas* en general.
3. El numeral 1º busca dar cobertura a las transacciones reales (no ficticias = *actual trade based manipulation*, en la jerga anglosajona de sector), ejecutadas con propósitos manipuladores: ya de alteración, ya de estabilización de los precios. De este modo se daría cobertura a las maniobras basada en el poder de mercado.<sup>9</sup> El alcance de la propuesta debería coincidir con el vigente artículo 52 LMV. Se ha seguido una construcción basada en la específica intención manipuladora (intención trascendente), apartándose en esto del modelo europeo, propuesto en la segunda parte de 1.2 a) Dir 6/2003 (que procura objetivar la manipulación por la vía de una referencia a la anormalidad o artificialidad del nivel de precio). Ello se hace siguiendo el modelo subjetivista de nuestra LMV (arts. 52 y 53; cfr. Londoño, 2013, nota 125), en la convicción de que se trata de un fórmula más directa y simple en el plano probatorio, en la medida que sea complementada por modelos de comprobación objetivizantes.<sup>10</sup> En fin, como es universalmente aceptado en este contexto<sup>11</sup>, se introduce una regla que deja a salvo las estabilizaciones lícitas en contextos de mercado primario, en línea con el inciso segundo del art. 52 LMV. Habrá de esperarse en futuro una regulación sobre el particular y *para el mercado primario* (no así los *market makers* que operan en el mercado secundario)<sup>12</sup>, en línea con la tendencia en derecho comparado.<sup>13</sup>
4. Por su parte, el numeral 2º propone dar cobertura a toda forma de manipulación ejecutada mediante transacciones ficticias o cualquier otra operación engañosa con valores. Se ha seguido de cerca la redacción de la primera parte del art. 1.2 a) Dir 6/2003. El alcance de la propuesta debería coincidir con el vigente artículo 53 LMV, sin necesidad de recurrir a la confusa terminología de la “inducción a la compra o venta de valores”. En este contexto se propone una fórmula de relevancia complementaria (entre corchetes), que recoge el contenido explicativo del inciso primero del artículo 53 (en línea con el art. 1.2. b) de la Dir. MAD 6/2003). Este numeral debería dar cobertura a las clásicas formas de manipulación mediante transacciones ficticias o simuladas (*match orders* y *wash sales*, en la jerga anglosajona; cfr. Londoño, 2013).
5. El numeral 3º da cuenta de la *manipulación informativa* – la más elemental de las manipulaciones – actualmente reconocible en el art. 61 LMV, así como, aunque de manera elíptica, en el (muy) amplio inciso segundo del art. 53 LMV. A esta hipótesis deberían poderse reconducir sin problemas las formas de manipulación basadas en

---

<sup>9</sup> Cfr. F. Londoño, “Ilícito de manipulación bursátil: fenómeno y lesividad. Aspectos de política sancionatoria”, en Rev. Política Criminal. Vol. 8, Num. 15 (julio 2013), nota 67; en adelante, cit. como Londoño, 2013.

<sup>10</sup> Cfr. F. Londoño, op. cit. nota precedente, p. 107, con alusión al modelo propuesto por W.C. Perdue, conforme al cual habría intención manipuladora allí donde la operación u orden carezca de racionalidad económica, ausente la alteración del precio en cuestión.

<sup>11</sup> Cfr. en el contexto europeo, el *Reglamento CE 2273/2003*; y en el contexto estadounidense, la denominada *Regulation M*.

<sup>12</sup> Cfr. Normativa de carácter general SVS N° 327 de 2012, que deroga a la Circular N° 1644, siempre en materia de *market makers*.

<sup>13</sup> Cfr. Londoño 2103, pp. 98-100.

acciones engañosas en el mundo real (es decir, no consistentes en transacciones ni en informaciones directas), en cuanto se realicen con la finalidad de que sean conocidas por el mercado (*action based manipulation*). En ese contexto se completa la fórmula informativa con una referencia a “cualquier otra conducta engañosa semejante”. Se ha utilizado la voz “divulgar” como verbo rector, manteniendo la línea del art. 61 LMV, coincidiendo además con la regulación marco europea (art. 1.2 c) 6/2003). Se entiende que se configura la conducta allí donde se comunique información al ente regulador, en la medida que se asuma su ulterior divulgación al mercado. La construcción descansa en fin sobre una cláusula de relevancia implícita en la alusión a una *idoneidad para alterar o mantener el precio*, excluyendo así informaciones o conductas engañosas sin relevancia para un inversionista razonable. En este específico punto se ha seguido la propuesta Otto/Vinciguerra contenida en el proyecto Eurodelitos (art. 51.1)<sup>14</sup>, aunque con la variante consistente en aludir a la *alteración o mantención* del precio (en lugar de a la más genérica “*influencia en el precio*”). Se ha considerado que con ello se aclara la tipicidad de las falsedades o engaños idóneos para *mantener* un determinado nivel de precios (manipulación que impide que el mercado aprecie el real valor de inversión de un determinado instrumento). La idoneidad manipuladora de la información o de la conducta engañosa habrá de determinarse en concreto, dadas las características de la información, su difusión y la presunta fuente. Una variante en este mismo plano – no ofrecida en la propuesta de articulado – podría hallarse en el recurso a un elemento subjetivo de intención trascendente (“el que divulgue información falsa o tendenciosa o realice cualquier otra conducta engañosa semejante, *para* alterar o mantener el precio de uno o más valores...”).

6. En este contexto cabe explicitar que la propuesta no considera típica a título de manipulación bursátil la sola *omisión* de entrega de información cuya comunicación sea obligatoria para el emisor registrado u otro ente fiscalizado. Esta decisión está en línea con nuestra legislación actual y con la tendencia mayoritaria en el derecho comparado consultado, mientras que se aparta del modelo de la legislación alemana (WpHGparag. 20a.1.1)<sup>15</sup> o del modelo Otto/Vinciguerra en el proyecto Eurodelitos (art. 51.2). Con todo, en la medida que dicha *omisión* se refiera a la comunicación de *información* o de *hechos esenciales*, su contenido de injusto resulta cuanto menos equiparable al de las demás falsedades en el contexto bursátil. Para dicho contexto se reserva entonces la tipicidad de la aludida *omisión* (cfr. infra art. C).
7. En cuanto a las penas, se propone el recurso a sanciones privativas de libertad compatibles con un marco que oscile entre los márgenes superiores de las penas previstas para los actuales simples delitos y los márgenes inferiores de los actuales crímenes (= presidio menor en su grado máximo a presidio mayor en su grado mínimo) y, en todo caso, superiores a aquellas previstas para el uso de información privilegiada (se reconoce así una mayor lesividad en las manipulaciones). En lo demás, habrán de adoptarse las penas accesorias previstas para delitos de índole semejante (económicos).

## **Apartado 2 (Falsedades ideológicas del sector)**

### **Explicación del art. C (figura base de falsedad ideológica)**

1. La propuesta de art. C contiene los tipos base de falsedad ideológica de sociedades sujetas a control en el contexto del mercado de valores (no sólo emisores, por tanto;

---

<sup>14</sup>En K. Tiedemann (Dir.); A. Nieto (Coord.). *Eurodelitos. El derecho penal económico en la Unión Europea*, Cuenca, 2004, p. 160

<sup>15</sup>Cfr. Al respecto, Londoño 2013, nota 71.

también intermediarios, bolsas, auditoras, calificadoras, etc.). En este sentido, los tipos no protegen unívocamente la correcta formación de los precios de los instrumentos de oferta pública – como sí lo hacen los tipos de manipulación bursátil – sino que se plantean como tipos especiales de falsedad societaria (por tanto, con finalidades de protección plurales, aunque también de eventual menor significación institucional o colectiva: como puede ser la tutela de los socios con participación minoritaria).

2. Las redacciones se han tomado, con leves modificaciones que luego se detallarán, de los arts. 336 y 337 del proyecto de Foro Penal. La propuesta debería estar en condiciones de dar cobertura al contenido típico de los actuales arts. 59 a) y f) de la LMV (por lo que se refiere al inciso primero) y 59 b) y c) LMV (en cuanto al inciso segundo). Por su parte, amplía la cobertura típica incluyendo las infracciones a los deberes de comunicación de información esencial previstos en los arts. 9 y 10 de la LMV (= *omisión* de comunicación, hipótesis que actualmente sólo sería sancionable administrativamente). Otro tanto cabe decir de la omisión de contabilidad. Algo se dirá abajo respecto al alcance con los tipos de los vigentes arts. 157 y 159 de la LGB.
3. Las modificaciones introducidas al texto del Foro Penal son las siguientes: el contexto se circunscribe a sociedades sujetas al control de la autoridad del mercado de valores (y no a cualquier otra autoridad administrativa); el objeto de la información falsa del inciso primero (336 FP; 59 a) y f) LMV) se amplía, comprendiendo no sólo la situación financiera de la sociedad (como en el 336 FP), sino también la situación patrimonial, así como lo relativo a los negocios y a los valores emitidos por la sociedad, en su caso. Lo anterior se aviene mejor al contenido amplio de las letras a) y f) del art. 59 LMV.
4. Como se había anticipado, es importante evidenciar el parcial alcance de la propuesta con el contenido de los tipos de los arts. 157 y 159 de la Ley General de Bancos.<sup>16</sup> El suscrito asume que las falsedades societarias serán materia de abordaje especial por la Comisión, razón por la cual simplemente se limita a dar cuenta del eventual problema concursal. Posiblemente una fórmula de solución sea la de establecer una agravación para el caso de falsedades societarias que se refieran al patrimonio o situación financiera de una entidad emisora de valores ofrecidos al público. Otro tanto se dirá más abajo para el caso de las falsedades de contadores y auditores, a propósito del artículo D propuesto.
5. En cuanto al inciso segundo, éste corresponde al texto del art. 337 del Foro Penal, el que a su vez sintetiza los contenidos de las letras b) y c) del art. 59 LMV. Se ha propuesto entre corchetes en la conciencia de que su inclusión es discutible. Es más, el suscrito se inclinaría abiertamente por no mantener estos tipos, proponiendo su derogación. Con todo, su inclusión permite un espacio más claro para debatir sobre el sentido de estos tipos penales. Por de pronto, el suscrito es de la opinión de que se trata de figuras que se explican desde la preocupación por cubrir flancos de posible manipulación bursátil, tipificando especialmente conductas como los *painting the tape* y otras mendacidades semejantes, que pueden resultar idóneas para generar indicios falsos sobre el mercado (oferta y demanda) de un título. En la medida que se propone

---

<sup>16</sup>Artículo 157.- Los directores y gerentes de una institución fiscalizada por la Superintendencia que, a sabiendas, hubieren hecho una declaración falsa sobre la propiedad y conformación del capital de la empresa, o aprobado o presentado un balance adulterado o falso, o disimulado su situación, especialmente las sumas anticipadas a directores o empleados, serán castigados con reclusión menor en sus grados medio a máximo y multa de mil a diez mil unidades tributarias.

En caso de quiebra de la institución, las personas que hubieren ejecutado tales actos serán consideradas como responsables de quiebra fraudulenta.

Artículo 159.- Si una institución financiera omitiere contabilizar cualquiera clase de operación que afecte el patrimonio o responsabilidad de la empresa, su gerente general o quien haga sus veces será sancionado con reclusión menor en su grado medio a máximo

un tipo lo suficientemente amplio de manipulación informativa (numeral 3º del art. B), estas conductas deberían considerarse allí cubiertas. En fin, no se escapa al suscrito que la propia redacción del inciso primero del art. C podría perfectamente dar cobertura a las hipótesis de las actuales letras b) y c) del art. 59 LMV. En efecto, bien puede entenderse que las corredoras y bolsas que mienten en lo relativo a las operaciones bursátiles en que participan o que tienen lugar en su seno, declaran en falso respecto a un aspecto de sus *negocios*. Con lo anterior se agrega otra razón para prescindir del inciso segundo en cuestión.

### **Explicación del art. D (falsedades de “prestadores de reputación”)**

1. Las redacciones se han tomado de los arts. 338 y 339 del proyecto de Foro Penal. A su vez, las propuestas del Foro Penal recogen el contenido típico de los actuales arts. 59 g) y d) de la LMV, respectivamente, con a lo menos una modificación de relevancia para la falsedad de calificadoras.
2. Hace sentido tratarlas en un mismo artículo, desde que se trata de falsedades que atañen a dos de los principales entes concebidos como *custodios* de la integridad del sistema de oferta pública de valores, en cuanto “prestadores de reputación”<sup>17</sup>. Es por ello justamente que la defraudación de las expectativas depositadas en estos custodios aparezca como especialmente lesiva. Considérese aquí, a título ejemplar, las repercusiones del denominado caso Enron, en los que un importante prestador de reputación fue “capturado” por el emisor.
3. Hace igualmente sentido sancionar estas hipótesis con penas superiores a las previstas para las demás falsedades, desde que resultan en principio equivalentes a las manipulaciones bursátiles. En efecto, estas falsedades aparecen en general como idóneas para afectar los precios de los instrumentos sobre los que recaigan (con evidente claridad en el caso de las calificadoras). En cuanto a las falsedades contables (mejor, *de* contadores y auditores), podría considerarse una cláusula de relevancia – como calificante – que asegure la debida correspondencia en el tratamiento penológico. Con todo, la propuesta no contiene una formulación semejante, proponiéndose para todos los casos la misma pena (una equivalente a la falsedad de calificadoras y a las manipulaciones bursátiles del art. B).
4. En cuanto a la falsedad de calificadoras, se recoge la propuesta del Foro Penal, la que acertadamente mejora el texto de la actual letra g) del art. 59 LMV, prescindiendo de la existencia de un *concierto* como requisito del tipo.
5. En cuanto a la falsedad de contadores y auditores, se recoge el texto del Foro Penal, el que a su turno recoge el contenido del art. 59 d) LMV. Al respecto, es importante evidenciar el alcance de la propuesta con el contenido del tipo del art. 134 de la ley de sociedades anónimas.<sup>18</sup> Como se ha dicho arriba a propósito de la explicación del art. C, el suscrito asume que las falsedades societarias y contables serán materia de abordaje especial por la Comisión, razón por la cual simplemente se limita a dar cuenta del eventual problema concursal. Posiblemente una fórmula de solución sea la de establecer una agravación para el caso de falsedades de contadores y auditores, relativas

---

<sup>17</sup>*Gatekeepers*, en la jerga anglosajona de sector: cfr. A. Perrone, “Información en el mercado de valores y tutela del inversor”. Rev. PolitCrim., Vol. 4, Num 7 (julio 2009), pp. 1-33.

<sup>18</sup>Art. 134. Los peritos, contadores o auditores externos que con sus informes, declaraciones o certificaciones falsas o dolosas, indujeren a error a los accionistas o a los terceros que hayan contratado con la sociedad, fundados en dichas informaciones o declaraciones falsas o dolosas, sufrirán la pena de presidio o relegación menores en sus grados medios a máximo y multa a beneficio fiscal por valor de hasta una suma equivalente a 4.000 unidades de fomento.

al patrimonio o situación financiera de una entidad emisora de valores ofrecidos al público.

### **Explicación del art. E (cláusula de subsidiariedad expresa)**

1. Considerada la general idoneidad manipulativa de las falsedades ideológicas, se hace necesaria una regla que resuelva el problema concursal. Se propone así una cláusula de subsidiariedad expresa, que se condice con el reconocimiento de una ratio de injusto superior y comprensivo (absorbente) en el supuesto de manipulación bursátil.
2. Con todo, se prevé la inversión de la subsidiariedad allí donde la reiteración de delitos de falsedad lo haga necesario (lo que puede suceder comúnmente, si se considera que el delito de manipulación bursátil aparece como figura de emprendimiento: de manera que dos o más conductas idóneas para alterar los precios configurarían un único delito de manipulación, en la medida que finalidad y contexto coincidan).

### **Apartado 3. Delitos en perjuicio de inversionistas en el contexto del mercado de oferta pública de valores (infracción a deberes de OPA; uso indebido de valores en custodia; administración desleal por administradoras de fondos reguladas)**

#### **Explicación del art. F (infracción a deberes de OPA)**

Se recoge el contenido de la letra f) del art. 60 LMV, en línea con la propuesta de art. 344 del Foro Penal. Se trata de la figura que sanciona la infracción a los deberes de OPA, tutelando así los intereses de los socios minoritarios; como se sabe, la figura fue introducida tras el caso Chispas, en virtud de la ley 19.705 de 2000.

#### **Explicación del art. G (uso indebido y perjudicial de valores en custodia)**

Se recoge en lo fundamental el contenido de la letra i) del art. 60 LMV. Tratándose de un caso especial de administración desleal, su recepción podría considerarse superflua en la medida que la Comisión prevea un tipo general de dicha figura (como a su tiempo consideró el proyecto de Foro Penal). Respecto de la actual letra i) del art. 60, se introducen dos modificaciones: se configura como delito de sujeto activo especial; y se contempla la exigencia de perjuicio como elemento del tipo.

#### **Explicación del art H (administración desleal de administradoras de fondos)**

Se recoge en lo fundamental el contenido del delito previsto en la letra e) del art. 59 LMV, en relación con las conductas prohibidas en las letras a) y h) del art. 162 LMV. Tratándose de casos especiales de administración desleal, su recepción podría considerarse superflua en la medida que la Comisión prevea un tipo general de dicha figura (como a su tiempo consideró el proyecto de Foro Penal).

#### **Explicación del art. I (emisión de valores por sociedad insolvente)**

Se recoge en lo fundamental el contenido del delito previsto en el art. 63 LMV, a su vez recogido como art. 345 del proyecto Foro Penal. Normalmente dará lugar a un concurso (¿ideal?) con el delito de falsedad ideológica de que trata el art. C (como variante de falsedad de prospecto de emisión de valores), pues parece excepcional el

caso de emisión de valores por un insolvente que se reconozca como tal en el prospecto de inversión.

#### **Apartado 4. Delitos contra la fiscalización administrativa en el contexto del mercado de oferta pública de valores**

##### **Explicación del art. J (ejercicio ilegal de actividades reguladas del mercado de valores)**

Se recoge en lo fundamental, con ligeras modificaciones, el contenido típico de las letras a), b) y c) del art 60 LMV, a su turno asimiladas por el proyecto Foro Penal en su art. 350 (aunque allí con un carácter amplio, válido para cualquier tipo de actividad económica sujeta a regulación).

##### **Explicación del art. K (obstrucción a fiscalización)**

Se recoge en lo fundamental el contenido típico de la letra j) del art 60 LMV. Se ha seguido la propuesta del proyecto Foro Penal en su art. 351 (aunque allí con un carácter amplio, válido para cualquier contexto de fiscalización de agentes económicos). La modificación principal respecto del texto vigente de la LMV consiste en la exigencia de legalidad como presupuesto para la identificación del tipo de antecedentes que constituyen el objeto material del delito (siguiendo en ello la propuesta del Foro Penal).

#### **Apartado 5. Disposiciones comunes a los apartados de este párrafo**

##### **Explicación del art. L (penas accesorias comunes)**

Se sigue de cerca, con ligeras modificaciones, la propuesta contenida en el art. 354 del proyecto Foro Penal. Habrá de considerarse en todo caso el contenido del artículo 61 bis LMV, introducido por la ley 20.382 de 2009, de gobiernos corporativos.

##### **Explicación del art. M (expresiones técnicas empleadas)**

Se ha seguido y ampliado la propuesta de art. 355 del proyecto Foro Penal, de evidente utilidad exegética y sistemática. En el inciso primero se aclara el ámbito de cobertura de la propuesta, especialmente en materia de objeto material (valores de oferta pública en mercado regulado).