

C.A. de Santiago

Santiago, veinte de septiembre de dos mil veintiuno.

**Vistos y teniendo presente:**

**Primero:** Que, comparecen Ignacio Ried Undurraga, Carlos Badilla Jorquera y Pablo Araya Ratto, abogados, en representación de **Paul Fontaine Benavides**, ingeniero comercial, domiciliados para estos efectos en Av. Alcántara N°200, oficina 406, comuna de Las Condes, quienes según el artículo 71 de la Ley N°21.000, interponen reclamo de ilegalidad en contra del **Consejo de la Comisión para el Mercado Financiero**, representado por don Joaquín Cortez Huerta, ingeniero comercial, ambos domiciliados en Av. Libertador Bernardo O'Higgins N°1449, Santiago, por el dictado de Resolución Exenta N°3087, de 12 de junio de 2020, notificada el 18 de junio de 2020, por la cual se aplicó en contra del reclamante la sanción de multa, a beneficio fiscal de UF 2.000, por la supuesta infracción al artículo 165 inciso 1° de la Ley N°18.045.

Piden se deje sin efecto la Resolución impugnada, por manifiestamente ilegal y arbitraria, con costas.

Fundan su reclamo señalando que la CMF cuestionó dos operaciones de venta de acciones realizadas por el Sr. Fontaine de su titularidad pertenecientes a la sociedad Blanco y Negro S.A., entre el período que medió desde la aprobación de los Estados Financieros por el directorio de la sociedad en agosto de 2018 y la publicación de tal información al mercado por parte de ByN.

En efecto, el 23 de agosto de 2018, se realizó la sesión ordinaria de directorio de ByN, a la cual el reclamante asistió en su calidad de director y en dicha oportunidad, se aprobaron los estados financieros trimestrales de la empresa al 30 de junio de 2018. Al día siguiente, el 24 de agosto de 2018, el reclamante vendió 110.244 acciones de ByN, transadas con el nombre de Colo Colo, a un precio total de M\$32.971. El precio promedio por acción en esta oportunidad fue de \$299 pesos, según da cuenta el Oficio Reservado UI N°1312, mediante el cual se formularon los cargos en contra del reclamante. El mismo día, el



reclamante también vendió 14.308 acciones a un precio promedio de \$290 por acción, por un monto total de M\$4.149.- El 28 de agosto de 2018, la sociedad ByN envió sus estados financieros al 31 de junio de 2018 a la CMF y las Bolsas de Valores del país y como lo registra el sistema electrónico de la Bolsa de Santiago, dicha publicación no alteró el valor de la acción de ByN, cuestión que por lo demás es una constante en los valores que se transan en el mercado respecto de esta sociedad, principalmente, por sus características particulares que la hacen una sociedad muy particular en comparación al resto de las emisoras de valores.

El 1 de abril de 2019, el reclamante prestó declaración ante la CMF, reconociendo haber dado las órdenes para las transacciones de acciones Colo Colo referidas, respondiendo diversas preguntas acerca de tales operaciones, indicando que estuvo motivado porque las acciones ya no cumplían con la finalidad para la cual habían sido adquiridas, relacionado con la posibilidad de aumentar su participación en la sociedad y poder disputar un cupo en el Directorio de ByN y no con el objeto de realizar una venta especulativa con información que podía tener en su calidad de director, por lo que no tiene relación con los Estados Financieros de ByN, ni tampoco con un criterio de racionalidad económica en términos de evitar una pérdida u obtener una ganancia. Esto fue reconocido por la propia CMF en la resolución que se impugna, siendo el único motivo de la venta, la disputa por la Presidencia del club Colo Colo, cuya concesión pertenece a la sociedad Blanco y Negro S.A., reiterando que los Estados Financieros de ByN son, por su naturaleza, incapaces de influir en la cotización de sus valores, no constituyendo información privilegiada en los términos del artículo 165 de la LMV. Las acciones de Blanco y Negro se valoran por razones diferentes a la generación de utilidades, siendo una acción sumamente ilíquida, agregando que esta sociedad desde su origen posee escasa capitalización bursátil, tiene una importante pérdida de arrastre, más de ocho años sin repartir dividendos entre sus socios, lo que exacerba esta iliquidez.



Entienden que tampoco se ha vulnerado el bien jurídico protegido por la norma supuestamente infringida en los términos de la Resolución, porque el reclamante no operó en posesión de información privilegiada, como también el deber de abstención no es una infracción que lesione un determinado bien jurídico, como erróneamente lo califica la Comisión, lo que repercute en la calificación de la gravedad de la conducta. La pasión de esta actividad permea a la concesionaria que lo administra y dirige y más que afán de lucro, lo que motiva a invertir son razones de cariño por el club, o para adquirir una posición de poder en el gobierno corporativo y administrar los destinos del club. ByN administra la concesión de activos del Club Colo Colo, con ocasión del dictado de la Ley N°20.019, cargando con las consecuencias financieras de la paupérrima situación financiera y contable en que se encontraba el club en el año 2005, con una importante deuda tributaria con la Tesorería General de la República, que se sigue pagando hasta hoy. Una importante pérdida de arrastre impide que la sociedad obtenga rentabilidades en la operación de sus acciones y un dato decidor de aquello es que el club en los últimos ocho años no ha repartido dividendos entre sus accionistas, porque ha operado a base de una pérdida constante, aunque cada vez menor. Los inversionistas que operan con ByN en la Bolsa de Valores no lo hacen bajo el esquema de incentivos en el que funcionan las empresas que cotizan sus valores en el mercado y su apertura en bolsa obedece para cumplir con la nueva regulación legal. La capitalización bursátil de la sociedad asciende a menos del 1% de sociedades que transan sus acciones en el mercado como Copec, Banco de Chile, entre otras, por lo que la modificación al “Manual de Fijación de Precios de Cierre Oficial” dictado por la Bolsa de Comercio de Santiago y aprobado por la CMF en resolución exenta N° 5711, de 29 de agosto de 2019, establece como instrumento de baja liquidez a las acciones Colo Colo. ByN es un ejemplo en el cual las operaciones con acciones responden más bien al fanatismo de una persona por el club, por disputas acerca del control de la misma, o por otro tipo de razones ajenas a la pura obtención de rentabilidades



derivadas de la sociedad. Por ello, el reclamante, al ser Director de la sociedad durante bastante tiempo, estimó, como cualquier otro inversionista que participa regularmente en el mercado de valores y que conoce de la realidad económica de ByN, que la publicación de Estados Financieros de la sociedad no influiría en la cotización de dicha acción, dado que no venía precedida de hecho alguno que hubiese informado al resto del mercado un cambio de circunstancias bajo las cuales regularmente opera la sociedad.

La Comisión, sin más que citar resoluciones anteriores dictadas por dicho organismo, concluye que independiente de la realidad económica de la sociedad, “[L]os estados financieros aprobados por el directorio de una sociedad anónima reúnen cada uno de los requisitos precedentemente anotados [relativos al concepto de información privilegiada del artículo 164 de la LMV], por lo que, por su naturaleza, constituyen siempre información privilegiada”, estableciendo una verdadera presunción de derecho, a dicha información que la ley no la consagra. Cualquier información que se le catalogue como privilegiada, debe cumplir con los requisitos del artículo 164 de la LMV que define dicho concepto, estándar que, erróneamente, la Comisión omite y da por sentado, y que en la práctica no se cumple.

Los Estados Financieros de ByN no constituyen información privilegiada porque no tienen la capacidad de influir en la cotización de los valores transados en este caso, reproduciendo el artículo 164 de la LMV, estimando que la definición legal es crucial para resolver el caso, ya que tendrá el carácter de información privilegiada aquella que por su naturaleza y aptitud tenga la capacidad de influir en la cotización de las acciones o valores que se transan en el mercado. Contrariamente, aquella que no tenga dicha aptitud, no la constituye. Concluyen que los estados financieros de una sociedad, contenidos en una FECU, *per se*, no es información privilegiada, porque aquello “implicaría dotar de dicho carácter a un tipo de información que el legislador no le ha dado tal”, correspondiéndole al ente fiscalizador, justificar con razones concretas, por qué cierta información reviste este carácter, no bastando



fundamentaciones puramente abstractas, como afirmar que los estados financieros de una sociedad revisten ese carácter por el solo hecho de haber sido aprobados. Las variaciones que sufren los valores de las acciones se explican por motivos ajenos a la publicación de los estados financieros de los clubes, como la venta de algún jugador al extranjero, la llegada de un nuevo técnico, la obtención de un título o los efectos de la oferta y la demanda, en el caso de compra y venta de acciones para obtener el control de la administración del club. Un hecho que confirma aquello es que no existió una variación en el precio al cual estaban siendo transadas dichas acciones desde la publicación de los estados financieros al mercado y los días posteriormente a dicho evento y el precio por el cual el reclamante vende las acciones se mantiene antes de la publicación de los Estados Financieros y después de ocurrida dicha situación.

Ninguno de los antecedentes hechos valer en los descargos presentados en el proceso administrativo fueron ponderados por la Comisión para determinar la capacidad de los estados financieros publicados en orden a influir en las cotizaciones de las acciones Colo Colo. Y los hechos de la sanción aplicada no afectaron el bien jurídico protegido en los términos establecidos por la reclamada, ya que no basta con que la administración constate una transgresión formal a cierta norma jurídica, ya que es necesario que dicha transgresión afecte el bien jurídico protegido por la misma.

Resultó probado en el procedimiento administrativo y es un hecho indiscutido por las partes, que la operación efectuada no se efectuó con base a los estados financieros del club y que la operación se debió exclusivamente a un tema referido al control de la sociedad, motivaciones que sostienen la ausencia de un riesgo grave de que tal actuación pudiera afectar los bienes jurídicos que protege la norma, visto desde los posibles inversionistas que pudiesen participar en el club, sin que se generasen asimetrías de información en la decisión tomada por el reclamante en comparación al resto de los inversionistas.



La ilegalidad cometida por el Consejo de la CMF es tal porque carece de motivación e impone una sanción completamente desproporcionada, debido a que vulneró los criterios objetivos que el legislador de manera previa le obliga a utilizar en la determinación de la sanción.

En cuanto a la fundamentación, sostienen que toda resolución de un órgano de la administración del Estado debe estar adecuadamente fundada, tanto en los hechos como en el derecho. En efecto, la Ley N°19.880, dispone en el inciso cuarto del artículo 41, que las resoluciones dictadas por los órganos de la administración del Estado deben ser fundadas, principio que está presente además en la Ley N°18.575, Orgánica Constitucional de Bases Generales de la Administración del Estado. Además, la Ley N°21.000 que creó la Comisión para el Mercado Financiero establece en su artículo 52 que *“El Consejo pondrá término al procedimiento sancionatorio mediante resolución fundada adoptada por la mayoría de los miembros presentes”*, por lo que no existe duda alguna sobre la obligatoriedad en la fundamentación de la resolución y su ausencia en el acto administrativo no sólo atenta contra derechos fundamentales de los administrados, sino, contra el principio de imparcialidad consagrado en el artículo 11 de la Ley N°19.880.- Citan al efecto Dictámenes de la Contraloría General y jurisprudencia de la Corte Suprema, relacionada con el deber de fundamentación de la Administración.

Además, contraviene los artículos 37 y 38 de la Ley N°21.000, normas que reproduce. Asumiendo que la sanción de multa fuera la que procedía, el mismo artículo 37 N°2 de la Ley N°21.000 establece una serie de alternativas que no fueron analizadas por el Consejo en su decisión, sin señalarse cuál fórmula utiliza o las razones y motivos para preferir una opción a otra, optando por fijar un monto de forma arbitraria y sin entregar razón alguna. En cuanto a la determinación del quantum, en ninguna parte de la Ley N°21.000 se menciona que la aplicación de la Administración deba ser la alternativa más gravosa por defecto, ni se faculta al Consejo para imponer la sanción que le plazca. De los criterios



establecidos legalmente para determinar una sanción, dos de ellos son sustancialmente menores al impuesto por el Consejo, sin haberse entregado razón alguna en la decisión para descartar dichas alternativas establecidas legalmente, lo que conduce a una infracción flagrante al artículo 37 N°2 de la Ley N° 21.000.

La Decisión del Consejo de la CMF, en su capítulo VI, señaló que consideró una serie de parámetros para determinar la sanción que resolvió, los que desglosó en (i) una consideración previa en relación al mercado objeto de la investigación, (ii) circunstancias particulares para cada formulado de cargos, (iii) elementos comunes y (iv) otras sanciones aplicadas por la Superintendencia o el Consejo CMF en investigaciones por los mismos ilícitos. Entre los parámetros señalados en la Decisión se encuentran (1) gravedad de la conducta; (2) correcto funcionamiento del mercado, la fe pública y los interesados; (3) beneficio económico obtenido con motivo de la infracción; (4) el supuestamente haber sido sancionado previamente cuando ello no es correcto; y (5) la existencia de otras sanciones aplicadas por la Superintendencia o el Consejo de la CMF en investigaciones por los mismos ilícitos.

En cuanto a la gravedad de la conducta fue descartado como atenuante al señalar que las conductas constituirían infracciones “de extrema gravedad” a las normas que rigen la administración de sociedades anónimas abiertas, puesto que *“atenta contra uno de los principales fines que el legislador tuvo en mira al momento de incorporar el Título XXI, de la información privilegiada, a la ley N°18.045 de Mercado de Valores, cual es el resguardar la transparencia y equidad en el mercado de valores, evitando que se realicen operaciones con asimetría de información”*.

Reitera que no hay afectación a la transparencia y equidad en el mercado, toda vez que la operación no se realizó con asimetría de información, ya que la misma CMF reconoce en su resolución que la operación no tuvo en consideración dicha información y no tuvo ningún tipo de finalidad económica.



La falta de fundamentación de la resolución no permite estimar cuan grave es para la autoridad la conducta imputada a nuestro representado en comparación al uso de información privilegiada, ya que, si el calificativo para la primera fue de “extrema gravedad”, desconocemos cómo se podría describir a la segunda que, por su naturaleza, es mucho más grave.

- En relación con los eventuales beneficios obtenidos por medio de las operaciones, indican que la infracción se limitó a enunciar la causal y a dar cuenta de la existencia de un supuesto beneficio económico de índole menor en las operaciones, que generaron un beneficio de \$5.983.155. Es más la CMF en su misma decisión, señaló 2 páginas antes que el motivo de la transacción fue uno que no tiene relación alguna con la información que considera privilegiada, puesto las acciones ya no tenían efectos útiles para aumentar la posición en el Directorio de la sociedad, y por tanto la decisión fue una de carácter político de la sociedad sin conexión alguna con la información comercial que el Consejo -malamente- considera como información privilegiada: 164. Inclusive, en su aspecto resolutivo, el Consejo establece de forma categórica que la operación no provocó un beneficio en los términos regulados por el artículo 5, N°20 del Decreto Ley N°3.538

- En cuanto al haber sido sancionado previamente, el Consejo señaló que el reclamante habría sido sancionado previamente mediante Resolución N°7600 de 8 de noviembre de 2019, indicando que se encuentra con una reclamación en curso, entendiendo que la misma no puede ser considerada por dos razones: • En primer lugar, la “sanción” no se encuentra firme por encontrarse pendiente un reclamo de ilegalidad contra ella, como lo reconoce el Consejo. • En cualquier caso, para estimar al reclamante como reincidente, debe considerarse su situación al momento de la comisión de la infracción -24 de agosto de 2018-, y no al momento de la determinación de la sanción. El criterio de reincidencia como agravante tiene el propósito de disuadir al infractor de cometer nuevas infracciones; pero si dicho infractor no revestía de dicha calidad al momento de cometer la infracción -porque no había sido





sancionado previamente- ninguna disuasión pudo operar. Esta circunstancia es de la máxima gravedad, puesto el artículo 37 N°2, letra a) faculta a la CMF para aumentar la sanción hasta cinco veces en caso de reincidencia.

- En relación con haber utilizado de forma errónea las referencias de sanciones aplicadas con anterioridad, este criterio sirve para determinar si existió vulneración al principio de proporcionalidad y al mandato de “optimización de las sanciones” del artículo 38 de la Ley N°21.000. Recalca que la norma establece como criterio “las mismas circunstancias”, por lo que las sentencias debieran tener un fundamento fáctico y normativo similar para ser incluidas en este criterio.

Expone que el Consejo consideró que se verifican ocho sanciones similares por el ilícito formulado de cargo, correspondiente a tres grupos de casos: a. Caso LAN: Resoluciones Exentas N°s 306 y 307 de 2007 b. Caso D&S Falabella: Resoluciones Exentas N°s 659, 660, 661 y 662 de 2007 c. Caso BNSA: Resoluciones Exentas N° 7603 y 7604 de 2019. A través de tales dictámenes, el Consejo CMF habría realizado un análisis de las sanciones indicadas y la forma en la cual se pueden o no considerar “similares” con la sanción impuesta al reclamante. Nada de ello ocurrió.

Precisan que dos de las sanciones indicadas, (N°s 7603 y 7604 de 2019) corresponden a casos cuyas sanciones no se encuentran firmes, puesto que los reclamos de ilegalidad en contra de las mismas no han sido resueltos, no correspondiendo que fueran incluidos en la Decisión, dando cuenta de un actuar arbitrario por la Administración. Por último, indica que las restantes sanciones indicadas por el Consejo, no se encuentran disponibles para su revisión en su registro de sanciones web a pesar de ser de los conocidos casos “Lan” y “D&S Falabella”, lo que da cuenta de un actuar arbitrario, coartando su derecho a defensa. Considerar como situaciones similares las de la sociedad Blanco y Negro S.A. con las sociedades Lan o D&S, es desproporcionado, ya que Blanco y Negro tiene un valor de mercado de un 1% en comparación a dichas empresas, y transa menos de un 0,1% del monto de las



operaciones por valores de dichas acciones y si bien tendrían dentro de las normas infringidas la del artículo 165 de la Ley N°18.045, en nada se asemejan al procedimiento que fundamenta el presente recurso. En el “caso Lan”, se determinó por el regulador que los sancionados, al momento de adquirir los valores, contaban con información privilegiada consistente en estados financieros de la sociedad que no eran de público de conocimiento. La sanción al reclamante es desproporcionada y arbitraria si se consideran las mismas sanciones que el Consejo califica como similares como en el Caso Lan, donde el reclamante fue sancionado con multa de UF 2.000 por una operación de \$34 MM, siendo que en el caso similar, a una operación por \$820 MM le fue impuesta una multa menor de UF 1.620. A su vez, en el caso de una operación menor, como la realizada por el Sr. Bezanilla, la sanción fue de UF 50. En el caso D&S Falabella, se le aplicó la misma multa de UF 2000 al reclamante, por haber comunicado a familiares y terceras personas la existencia de negociaciones sobre la fusión entre ambas sociedades y la posterior suscripción de un Acuerdo de Fusión que fue comunicado al mercado. Realizando una comparación, la sanción al reclamante es similar a la que se le realizó a una persona que utilizó para una operación cuyo monto era cuatro veces superior y le generó millonarias utilidades. En el Caso Paris, donde las Resoluciones impusieron multas por infracción al deber de abstención del artículo 165 de la Ley N°18.045 donde cada uno de los sancionados adquirió acciones de Paris estando en conocimiento de los estados financieros de la compañía sin haberse comunicado al público, situación bastante similar si se eliminan las características y particularidades de cada Sociedad. La sanción en contra de infracciones por el mismo deber de abstención, por operaciones que fueron 27,3 veces más a las realizadas por el reclamante, tuvieron una sanción que fue tan solo la mitad de la cursada finalmente por la resolución impugnada.

En subsidio, solicita enmendar el acto administrativo rebajando la multa en lo pertinente, en atención a las graves infracciones desarrolladas.



**Segundo:** Que en apoyo de su impugnación, la reclamante acompañó los siguientes documentos: **1.** Resolución Exenta N°3087 de 12 de junio de 2020 dictada por el Consejo de la Comisión para el Mercado Financiero; **2.** Comprobante de Oficina de Correos de Chile donde consta que el Número de Envío 1176246559134 fue recibido en Oficina de Correos de Chile de Las Condes el 18 de junio de 2020; **3.** Copia simple del sobre por el cual se envió carta certificada con la Resolución Exenta N°3.087; **4.** Copia de sentencia dictada por la Corte Suprema, Rol 9136-2011 de 9 de diciembre de 2013 (Caso D&S – Falabella); **5.** Copia de sentencia dictada por Corte Suprema, Rol 7340-2012, de 11 de noviembre de 2013 (Caso Paris); **6.** Copia de sentencia dictada por la Corte Suprema, Rol 3054-2010, de 28 de noviembre de 2013 (Caso Lan); **7.** Modificación al “Manual de Fijación de Precios de Cierre Oficial” dictado por la Bolsa de Comercio de Santiago y aprobado por la CMF en Resolución Exenta N°5711, de 29 de agosto de 2019; **8.** Documentos titulados “Hechos relevantes”, acompañados a la CMF junto a los Estados Financieros de ByN en los meses de marzo, mayo y agosto de 2018; **9.** Copia de sentencia civil dictada por el 13° Juzgado Civil de Santiago, en causa Rol 7004-2010 caratulada “Rodríguez, Cristian y Bezanilla Alejandro con SVS”; **10.** Caso “Negociación de fusión de las sociedades Falabella y D&S”, Comunicado de prensa de la SVS, de 17 de julio de 2008.

**Tercero:** Que, evacua el traslado conferido doña Ruth Israel López, Abogada Procuradora Fiscal de Santiago del Consejo de Defensa del Estado, en representación de la Comisión para el Mercado Financiero, quien solicita el rechazo del reclamo, con costas.

Funda sus alegaciones señalando que, conforme a los artículos 9° y 10 de la Ley N°18.045, los emisores de valores de oferta pública se encuentran obligados a divulgar en forma veraz, suficiente y oportuna toda información esencial respecto de sí mismos, de los valores ofrecidos y de la oferta, con la periodicidad, publicidad y en la forma que la Comisión determine, por cuanto dicha información permite a los inversionistas tomar decisiones de inversión informadas, promoviendo



una transparente y correcta formación de precios de los valores que se transan en el mercado. Para erradicar los efectos nocivos que la asimetría de información tiene en el mercado de valores, el legislador estatuye una prohibición de uso de información privilegiada en transacciones con valores, para obtener beneficios o evitar pérdidas, la que es considerada una de las conductas más graves de aquellas prohibidas en las legislaciones de valores a nivel mundial; y además establece una prohibición absoluta de transar valores con información privilegiada, sin importar si en dichas operaciones el sujeto activo tuvo algún particular motivo o intención tendiente a obtener una ventaja o beneficio económicos. Por lo anterior, la infracción al deber de abstención del inciso 1° del artículo 165 de la Ley N°18.045, cometida por el reclamante, ha de considerarse como particularmente grave, ya que lesiona uno de los bienes jurídicos más preponderantes y celosamente resguardados por la regulación del mercado de valores, como son la transparencia, confianza, fiabilidad y equidad, que refuerzan uno de los pilares sobre los que descansa la estructura del mercado de valores.

Por Resolución Exenta N°3087, de 12 de junio de 2020, el Consejo de la Comisión para el Mercado Financiero aplicó al reclamante la sanción de multa, a beneficio fiscal, de UF 2.000, por infracción al inciso 1° del artículo 165 de la Ley N°18.045 de Mercado de Valores, al haber vulnerado el deber de abstención estando en posesión de información privilegiada, respecto de las ventas de acciones de Colo Colo realizadas el 24 de agosto de 2018.

El 11 de enero de 2019, el Fiscal de la Unidad de Investigación de la CMF recibió el Oficio Reservado N°19 del Intendente de Supervisión del Mercado de Valores, el cual informaba que, producto de un proceso de fiscalización se detectaron casos de posibles infracciones al artículo 165 de la Ley N°18.045, sobre información privilegiada por transacciones con acciones de Colo Colo informadas por personas relacionadas a esa Sociedad conforme a la Norma de Carácter General N°269 de 2009 de la CMF, con probable conocimiento de los estados



financieros al 30 de junio de 2018 aprobados por el directorio, antes que los mismos fueran públicos. En particular, se identificaron transacciones con la acción Colo Colo realizadas por el reclamante, director de ByN a la época de los hechos materia del procedimiento administrativo finalizado con la Resolución Sancionatoria.

Como hechos acreditados en el procedimiento administrativo sancionatorio, se pudo establecer que el 23 de agosto de 2018, se realizó la sesión ordinaria de directorio de ByN, en la cual se aprobaron los estados financieros de la compañía al 30 de junio de 2018 y a dicha sesión asistió el reclamante quien fue director de ByN entre el 21 de noviembre de 2012 y el 20 de abril de 2019. El 24 de agosto de 2018, el Reclamante vendió 110.244 acciones Colo Colo a un precio promedio de \$299 por acción, por un total de M\$32.971, en virtud de una orden dada por él a Santander Corredores de Bolsa Limitada el mismo 24 de agosto a las 9:25 horas, a un precio inicial de \$300, el cual fue modificado a \$290 luego de un calce parcial, a las 13:34, según indica el registro de órdenes de dicho intermediario. El mismo día, el reclamante también vendió 14.308 acciones Colo Colo a un precio promedio de \$290 por acción, por un monto total de M\$4.149, en virtud de una orden dada por él a Banchile Corredores de Bolsa S.A. (“Banchile”) a las 10:20 horas, a un precio inicial de \$300, el cual fue modificado a \$290 a las 13:47, según indica el registro de órdenes de dicho intermediario. El 28 de agosto de 2018, a las 11:06:20 horas, ByN hizo públicos sus estados financieros al 30 de junio de 2018 aprobados por el directorio, enviándolos a la CMF, Bolsas de Valores existentes en el país y al mercado en general.

Conforme el Manual para el Manejo de Información de Interés de ByN de abril de 2010, las ventas de acciones Colo Colo realizadas el 24 de agosto de 2018 por el Reclamante, se efectuaron en un periodo de bloqueo establecido en el referido Manual, conforme al artículo 16 de la Ley N°18.045, período en que se impide a los directores de la compañía realizar operaciones con acciones de la entidad y que en el caso de la Sociedad “comenzará el primer día del mes en que deban entregarse a



la SVS los estados financieros consolidados trimestrales, semestrales o anuales que correspondan, y terminará a las 24 horas del hábil bursátil siguiente al día en que los antedichos estados financieros hayan sido entregados a dicha Superintendencia”.

A través de Oficio Reservado UI N°1321 de 26 de diciembre de 2019, el Fiscal de la Unidad de Investigación de la CMF formuló los siguientes cargos al reclamante: *“Infracción a la prohibición establecida en el inciso primero del artículo 165 de la Ley N° 18.045, en la venta de 124.552 acciones Colo Colo realizadas el 24 de agosto de 2018, que ejecutó estando en posesión de la información privilegiada referente a los estados financieros de BYN al 30 de junio de 2018, aprobados por el directorio con fecha 23 de agosto del mismo año y publicados el 28 de agosto de 2018”*. Y conforme a los hechos acreditados, a través de la Resolución impugnada, el Consejo de la Comisión para el Mercado Financiero resolvió aplicar al reclamante la sanción de multa de UF 2.000, por infracción al inciso 1° del artículo 165 de la Ley del Mercado de Valores.

La regulación pública de este mercado apunta principalmente a reducir la ocurrencia de tres fenómenos que resultan particularmente perniciosos y dañinos para el adecuado funcionamiento de éste, a saber: la manipulación de precios, los conflictos de intereses y las asimetrías de información, tanto en la relación de las compañías entre sí, como entre los administradores y sus respectivas administradas. Las conductas por las cuales el reclamante ha sido sancionado, se inscriben disciplinariamente en lo que actualmente se denomina Teoría de los Gobiernos Corporativos, que se encuentra íntimamente relacionada con los conceptos jurídicos relativos a las sociedades. Determinar la forma en que son dirigidas y controladas las empresas, resulta una cuestión imprescindible para atribuir responsabilidades en relación a su manejo, toda vez que en la estructuración contemporánea de la producción y del comercio se observa una separación entre la propiedad de la compañía y quienes la administran, produciéndose los denominados “problemas de agencia”, que se traduce siempre en un conflicto de intereses entre el



administrador de la compañía y sus propietarios, dependiendo su solución de la normativa institucional aplicable, o la particular creada para el caso concreto. Los directores, gerentes y ejecutivos principales de una sociedad anónima se encuentran así sujetos a una serie de deberes y obligaciones, agrupados en las siguientes categorías: Deber de diligencia y cuidado, consagrado en el artículo 41 de la Ley N° 18.046 que, “se trata del cuidado con que una persona ordinariamente prudente se desempeña en una función análoga en circunstancias similares y de una manera como razonablemente estime que protege el mejor interés de la sociedad”; Deber de lealtad y transparencia, tendiente a que los directores y gerentes en el ejercicio de sus cargos procuren velar por el interés social por sobre cualquier interés particular o personal. Entre otros, este deber se ve esencialmente consagrado en los artículos 39 inciso final, 42 N° 1, 3, 4, 6 y 7 y 44 de la Ley N° 18.046 de Sociedades Anónimas; Deber de obediencia, referido a la obligación de cada director, gerente y ejecutivos principales de someter sus actuaciones a la norma legal, reglamento y estatuto de la compañía, lo que se manifiesta en el deber de informarse e informar oportuna y completamente al mercado, a los inversionistas y a la Superintendencia, según los artículos 39 inciso 1°, 42 N°s 2 y 3, 46 y 48 de la Ley de Sociedades Anónimas.

La información privilegiada constituye una de las instituciones más importantes de los mercados de valores, para evitar la discriminación del distinto grado de información con que participan los actores y propender a una mayor transparencia, siendo un hecho inobjetable que los emisores disponen de una cantidad de información superior a cualquier otro agente económico. Lo anterior fue la motivación para la incorporación del Título XXI de la Información Privilegiada a la Ley N°18.045, definiéndose qué se entiende por tal, los deberes que se imponen a quienes tienen acceso a ella y las distintas hipótesis fácticas en las que es posible hacer uso indebido de ella, estableciendo presunciones de acceso a dicha información respecto de quienes administran y están ligados a un emisor, reproduciendo los artículos 164



y 165 de la mencionada Ley. Quien conoce información privilegiada debe ajustar obligatoriamente su conducta a ellos, entendiéndose vulnerada la disposición referida por la sola ejecución de la conducta prohibida. El inciso 1° del artículo 165 de la Ley N°18.045 contiene 3 figuras infraccionales: el deber de reserva; la prohibición de uso de información privilegiada; y el deber de abstención o prohibición absoluta de adquirir o enajenar valores en posesión de información privilegiada, entendiéndose que la resolución impugnada sanciona, precisamente, la última figura señalada. El reclamante no niega ni controvierte los hechos fundantes de la resolución sancionatoria, ni aporta nuevos antecedentes que permitan desvirtuarlos, debiendo tenerse por asentados la totalidad de los antecedentes fácticos.

En relación con la alegación de que los estados financieros de ByN no constituirían información privilegiada, precisa que se acreditó que el reclamante infringió el deber de abstención o prohibición absoluta de enajenar valores de las cuales se poseía información privilegiada, por cuanto estando en posesión de información privilegiada, consistente en los estados financieros de ByN al 30 de junio de 2018, aprobados en la sesión de directorio de 23 de agosto de 2018, el 24 de agosto de ese mismo año, vendió 124.552 acciones Colo Colo, por M\$ 37.120, antes que esos estados financieros fueran de conocimiento público, lo que ocurrió recién el 28 de agosto de 2018. Según se expuso en la Resolución Sancionatoria, los estados financieros de un emisor de valores de oferta pública, aprobados por el directorio y aún no publicados, por su naturaleza, revisten el carácter de información privilegiada, por cuanto reúnen todos los requisitos del artículo 164 de la Ley N°18.045, que define información privilegiada, ya que proveen al mercado de información de una entidad, que permite al público general enterarse de manera precisa de la marcha financiera y económica de la informante. Cita jurisprudencia en tal sentido.

En cuanto al argumento del reclamante relativo a la supuesta falta de aptitud de los estados financieros de ByN para hacer variar el precio de cotización de sus acciones, dado que ello no habría ocurrido,





tampoco resulta atendible, toda vez que, como se señaló en la Resolución sancionatoria, el artículo 164 de la Ley del Mercado de Valores requiere que la información privilegiada “sea capaz” de influir en la cotización de los valores, esto es, que tenga dicha potencialidad, independientemente a que la variación en la cotización de los valores efectivamente se verifique, citando jurisprudencia en tal sentido.

En cuanto a las supuestas faltas de lesión al bien jurídico protegido, expone que la infracción por la cual fue sancionado el reclamante -la no observancia del deber de abstención consagrado en el inciso primero del artículo 165 de la Ley del Mercado de Valores-, se configura con la sola realización de las conductas prohibidas, a saber, *“adquirir o enajenar, para sí o para terceros, directamente o a través de otras personas los valores sobre los cuales posea información privilegiada”*, sin considerar la motivación subjetiva que pudo guiar el actuar del infractor. Por consiguiente, el Reclamante lesionó el bien jurídico protegido por la norma infringida -prohibición legal específica de transar valores-, por cuanto, en razón de su acceso a los estados financieros de ByN de manera anticipada al resto del mercado, operó con asimetría de información, que es justamente lo que el deber de abstención pretende evitar.

Sobre la supuesta falta de fundamentación y proporcionalidad de la resolución sancionatoria, expresa que la Resolución Sancionatoria dedica largos pasajes para exponer razonadamente los motivos que determinan que el Reclamante efectivamente incurrió en la conducta sancionada y el por qué dicha conducta merece la sanción impuesta. En efecto, en su Sección V, la resolución explica la importancia que revisten la transparencia e información simétrica en el mercado de valores y cómo el transar valores respecto de los cuales se posee información privilegiada afecta gravemente a dichos bienes.

Además, atendido el rol preponderante que cumple la información en el mercado de valores, tanto para la reclamada como para otros reguladores a nivel mundial, las conductas atentatorias contra dicho bien deben considerarse como de extrema gravedad. En la Sección VI de la



resolución, la Comisión considera todos los factores que tiene en cuenta para determinar la multa impuesta, contempladas en el artículo 38 del D.L. N°3538 de 1980. Aclara que el artículo 37 letra a) del D.L. N°3.538 faculta a la CMF a imponer multas de hasta “*La suma de 15.000 unidades de fomento*”, de modo que se ha fijado dentro del rango legal, y no en su parte más alta. No sólo se ha vulnerado uno de los bienes jurídicos más importantes del mercado de valores, sino que se ha transgredido una norma expresa que protege ese bien jurídico, el artículo 165 de la Ley del Mercado de Valores. Tan relevante es este bien jurídico, que el legislador incluso lo ha dotado en casos extremos, de la protección más rigurosa del ordenamiento, mediante una sanción penal, en el artículo 60 de la Ley del Mercado de Valores. El artículo 38 del D.L. N°3538 exige que al fijar la sanción, “*la Comisión deberá procurar que su aplicación resulte óptima para el cumplimiento de los fines que la ley le encomienda*”, por lo que el monto a aplicar, además de atender la gravedad de la conducta, tiene como parámetro el objetivo principal de la sanción financiera, que es el de desincentivar la comisión de esas infracciones. La gravedad de la conducta y los beneficios obtenidos por el reclamante por \$5.983.155 correspondiente al mayor valor obtenido, determinado por la diferencia entre el precio de compra y el de venta. El monto del beneficio consignado en el literal ii) de la Sección VI de la Resolución, se refiere el beneficio pecuniario obtenido por el Reclamante con motivo de la transacción, producto de la venta de los valores respecto de los cuales transó con información privilegiada.

Por su parte, el cálculo consignado en el numeral 2 de la parte resolutive, obedece al mandato legal que, conforme al artículo 5 N° 20 del D.L. N°2538, la CMF debe cumplir, relativo a “*Estimar el monto de los beneficios, expresado en su equivalente en unidades de fomento, que hayan percibido los infractores al Título XXI de la ley N°18.045, de Mercado de Valores, señalándolo en la resolución que aplique la sanción. En la estimación de los beneficios la Comisión considerará el precio de mercado promedio ponderado del valor de oferta pública en los sesenta días anteriores al de la fecha de las transacciones hechas*



*con información privilegiada*". El monto de dichos beneficios debe ser calculado de manera distinta, considerando el precio promedio ponderado del valor en los sesenta días anteriores a la fecha de las transacciones; y, lo más importante, para el efecto de que eventuales terceros perjudicados puedan demandar ante el tribunal competente.

En cuanto a las sanciones previas, la misma Resolución Sancionatoria al hacer referencia a la multa impuesta al reclamante mediante Resolución Exenta N°7600 de 2019, señala que, no obstante ello, ésta se encuentra en reclamación judicial, especificando la situación procesal en que se encuentra, de modo que la exposición resulte lo más objetiva posible, razón por la cual no se observa el motivo de ilegalidad que aduce el reclamante.

En relación con las sanciones aplicadas con anterioridad, por las mismas circunstancias, la Comisión expone diversas multas cursadas con anterioridad por infracciones al deber de abstención de transar valores respecto de los cuales se posee información privilegiada, establecida en el inciso primero del artículo 165 de la Ley del Mercado de Valores, en los términos que exige el artículo 38 número 7 del D.L. N°3538. La ley no exige que ellas sean transcritas o explicadas, toda vez que eso es materia de las respectivas resoluciones.

Resalta que al Sr. Yakob Mosa Shmes se le aplicó una multa de 10.000 unidades de fomento (Resolución 7603 de 2019) y al Sr. Gabriel Ruiz-Tagle Correa, una multa de 7.500 Unidades de Fomento (Resolución 7604 de 2019), que en este último caso, es el resultado de una rebaja del 50% la multa de 15.000 Unidades de Fomento que correspondía aplicar y que además incluyó la sanción accesoria de inhabilidad temporal por 5 años, para el ejercicio del cargo de director o ejecutivo principal, lo que da cuenta que no se puede alegar una desproporción en las sanciones aplicadas, particularmente porque el Sr. Fontaine, revestía la calidad de director de la sociedad. Lo anterior da cuenta que no existe una desproporción en las sanciones aplicadas, particularmente porque el reclamante revestía la calidad de director de la sociedad.



Finalmente, en relación con la petición subsidiaria de rebaja de la multa, lo que se solicita no es una declaración de ilegalidad del acto, sino que se expida una orden, o dicte un acto administrativo, al solicitar su modificación, mediante la sustitución de la sanción de censura por amonestación. Lo anterior implica desoír la naturaleza de este procedimiento, ya que, la competencia jurisdiccional se encuentra enmarcada en declarar la legalidad o ilegalidad del acto impugnado. Lo solicitado constituye una ilegalidad que busca la intromisión del juez para sustituir la voluntad de la Comisión, excediendo la distribución de competencias entre tribunales y Administración efectuada por la Constitución y la ley, así como de su especialización y conocimiento técnico en la materia, en su calidad de experta, citando jurisprudencia en tal sentido.

**Cuarto:** Que en apoyo de sus alegaciones, la reclamada acompañó copia de la Resolución Exenta N° 3087, de 12 de junio de 2020.-

**Quinto:** Que la Ley N°21.000, que Crea la Comisión para el Mercado Financiero, otorga a ésta la calidad de un Servicio Público que tiene como objetivo velar por el correcto funcionamiento, desarrollo y estabilidad del mercado financiero, facilitando la participación de los agentes de mercado y promoviendo el cuidado de la fe pública. Y en particular velar porque las personas o entidades fiscalizadas cumplan con las leyes, reglamentos, estatutos y otras disposiciones que las rijan, pudiendo ejercer la más amplia fiscalización sobre todas sus operaciones. Teniendo para ello, según expresa su artículo 5° amplias atribuciones.

Dentro de este esquema de fiscalización, investigación y sanción, el Título V de la ley establece un sistema recursivo para las personas o entidades que estimen que los actos administrativos que emita la Comisión no se ajustan a la ley, reglamentos o normas que les compete aplicar. Así, el artículo 71 permite recurrir ante las Cortes de Apelaciones a fin de que se declare que tal ilegalidad se ha producido. Ello otorga competencia entonces para ejercer una especie de cautela



sobre el procedimiento, pero también sobre la interpretación legal que allí se ha efectuado y desde luego, sobre la razonabilidad de la decisión.

**Sexto:** Que en este caso se encuentran establecidos como hechos que el reclamante en calidad de director de Blanco y Negro, sociedad que transa sus acciones en la Bolsa, vendió acciones por las cantidades de M\$32.971 y M\$4.149, al día siguiente de conocido por su parte en Sesión de Directorio el Estado Financiero trimestral de la dicha sociedad; y que la comunicación al público de esa información relevante se efectuó 4 días después de esas ventas.

**Séptimo:** Que de acuerdo a los antecedentes aportados, especialmente la resolución reclamada, la Comisión calificó este hecho como vulneratorio de la prohibición contenida en el artículo 165 de la ley 18.045, entendiendo que el reclamante actuó en uso de información privilegiada y formuló cargos.

En ese procedimiento, la defensa del reclamante se estructuró sobre los mismos argumentos que hoy se esgrimen para sostener que la decisión de aplicar la multa ha sido ilegal, esto es, objetar que la venta de acciones haya tenido como propósito obtener utilidades especulativas, sino únicamente desprenderse puesto que ya no cumplían con la finalidad por la cual fueron adquiridas cual era haber disputado un cupo en el directorio de ByN, todo conforme a las especiales características de afecto hacia la institución.

**Octavo:** Que el debate gira entonces acerca de la qué debe entenderse por información privilegiada y si la venta de acciones conociendo -por su calidad de director- de antemano datos financieros relevantes implicó una transgresión las garantías de un mercado transparente a los oferentes que transan en él.

**Noveno:** Que la respuesta debe buscarse en la misma ley 18.045, cuyo artículo 164 establece que “para los efectos de esta ley, se entiende por información privilegiada cualquier información referida a uno o varios emisores de valores, sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos, no divulgada al mercado y cuyo conocimiento, por su naturaleza, sea capaz de influir en la cotización de valores emitidos...”



**Décimo:** Que las características de poseer información privilegiada el reclamante y no estar divulgada al mercado se cumplen en la especie y no ha sido objeto de contradicción, pero sí lo concerniente a las motivaciones y capacidad de influencia de las ventas.

En ese sentido, la interpretación laxa que pretende el recurrente, se aparta de la lectura correcta de la oración "...por su naturaleza, sea capaz de influir en el mercado...", que revela que su apreciación debe siempre y en todo caso realizarse ex ante, es decir, de acuerdo al estándar de lo que un observador común entendería de movimientos de compras y ventas de acciones numerosas y por valores importantes.

**Undécimo:** Que por si ello no fuera suficiente ha de tenerse también en cuenta que el propio Manual para el Manejo de Información de Interés de ByN bloque determinado periodo que corresponde al de las ventas para la enajenación de acciones, con lo cual la conducta también se apartó de la normativa interna de la sociedad, cuestión que como se dijo precedentemente también forma parte de las atribuciones de la Comisión denunciada. Ya que se impide a los directores de la compañía realizar operaciones con acciones de la entidad y que en el caso de la Sociedad "comenzará el primer día del mes en que deban entregarse a la SVS los estados financieros consolidados trimestrales, semestrales o anuales que correspondan, y terminará a las 24 horas del hábil bursátil siguiente al día en que los antedichos estados financieros hayan sido entregados a dicha Superintendencia".

**Duodécimo:** Que, como se advierte, el reproche de ilegalidad consistente en que la Resolución que impone la multa carece de motivación y es desproporcionada no ha sido demostrada y por corresponder la conducta sancionada al recurrente por la Comisión para el Mercado Financiero de aquellas señaladas en la letra c) del artículo 165 de la Ley N°18.045, esto es, el deber de abstención de enajenar valiéndose de información privilegiada, el actuar de la recurrida se enmarca dentro los ámbitos de su competencia.

**Décimo tercero:** Que, por otra parte, si bien para la aplicación de una multa no es necesario considerar el tipo de operación, el monto de



la misma ni el beneficio obtenido o pérdida evitada, lo cierto es que el monto de las operaciones objeto de la sanción alcanzan la suma aproximada de \$40.000.000., lo que no se condice con la multa impuesta de 2.000 UF, muy superior a ese monto, por lo que en efecto aparece la necesidad de efectuar una rebaja.

Por consiguiente, en mérito de lo señalado precedentemente, **se rechaza el reclamo de ilegalidad** presentado por don Paul Fontaine Benavides, con declaración que la multa que éste deberá pagar es la cantidad de **500 UF**, sin costas.

Se previene que la ministra (S) señora Poza estuvo no efectuar la rebaja de la multa atendido que en la equiparación entre lo que obtuvo el reclamante y el pago de ella, la acción irregular que efectuó le ampara igualmente un provecho.

Regístrese y comuníquese.

Redactó abogado integrante Sr. Rodrigo Montt Swett

N°Contencioso Administrativo-372-2020.



Pronunciado por la Undécima Sala de la C.A. de Santiago integrada por Ministra Maria Loreto Gutierrez A., Ministra Suplente Lidia Poza M. y Abogado Integrante Rodrigo Antonio Montt S. Santiago, veinte de septiembre de dos mil veintiuno.

En Santiago, a veinte de septiembre de dos mil veintiuno, notifiqué en Secretaría por el Estado Diario la resolución precedente.



Este documento tiene firma electrónica y su original puede ser validado en <http://verificadoc.pjud.cl> o en la tramitación de la causa.  
A contar del 05 de septiembre de 2021, la hora visualizada corresponde al horario de verano establecido en Chile Continental. Para Chile Insular Occidental, Isla de Pascua e Isla Salas y Gómez restar 2 horas. Para más información consulte <http://www.horaoficial.cl>.