

PATRICIA FARALDO CABANA

**Becaria de FPI en el Área de Derecho Penal
de la Universidad de A Coruña.**

Algunos aspectos del delito de uso de información reservada en el mercado de valores en el proyecto de Código Penal de 1994 (1)

(1) Este trabajo se enmarca en el Proyecto de investigación *Delitos económicos* que elabora el equipo dirigido por el Catedrático de Derecho Penal Carlos Martínez-Buján Pérez en la Universidad de A Coruña, al que pertenezco, y que ha sido financiado por la DGICYT (PB93-1168).

Estando en prensa este trabajo, se aprobó una nueva redacción del PCP 1994 por el Pleno del Congreso de los Diputados que afecta al delito objeto de análisis. Los cambios producidos no han podido ser tenidos en cuenta por hallarse el artículo ya en prensa.

I. INTRODUCCIÓN; II. INTERESES SUBYACENTES Y BIEN JURIDÍCO PENALMENTE PROTEGIDO; III. INSUFICIENCIA DE LAS FIGURAS DELICTIVAS TRADICIONALES; IV. LOCALIZACIÓN LEGISLATIVA DEL DELITO DE USO DE INFORMACIÓN RESERVADA EN EL MERCADO DE VALORES EN LOS RECIENTES PROYECTOS DE CÓDIGO PENAL; V. ANÁLISIS DEL TIPO DE INJUSTO; V. 1. Sujeto activo. V. 2. Objeto material. V. 2. 1. Concepto de “valores o instrumentos negociados”. V. 2. 2. Concepto de “mercado organizado, oficial o reconocido”. V. 3. Conducta. V. 3. 1. Determinaciones previas. V. 3. 2. El núcleo del tipo básico: los verbos “usar” y “suministrar”. V. 3. 3. Resultado.

I. INTRODUCCIÓN.

Los artículos 281 y 282 del Proyecto de Código Penal de 1994 (PCP de 1994) acogen el tratamiento penal en el Derecho español del uso de información reservada en el mercado de valores, tratamiento que nace y se desarrolla en los Estados Unidos a partir de los años treinta (2). La respuesta europea es amplia, y se extiende desde las regulaciones francesas (Ordenanza de 28 de septiembre de 1967, núm.67-833, y

(2) La normativa estadounidense tiene naturaleza civil y penal, aunque el primer caso perseguido penalmente es del año 1978 (caso "*Chiarella v. United States*", 445 US 222 [1980]). Se publican en 1933 la "*Securities Act*" y en 1934 la "*Securities Exchange Act*", como reacción al colapso de la Bolsa de Nueva York en 1929. Estas leyes sentaron un precedente seguido por varios países al organizar sus respectivos mercados de valores, siendo destacable especialmente la comprensión del problema como una cuestión entre una sociedad mercantil y las personas vinculadas con ella. Las dos leyes citadas se encuentran hoy contenidas en el "*United States Code Annotated (USCA)*", Título 15, Sección 78 p(b). Sobre esta normativa, vid. entre otros FERNÁNDEZ ATELA: **Insider trading: evolución, doctrina y regulación en los Estados Unidos de América**. "RDBB" núm.31, 1988, págs.561 y siguientes; JENNINGS/ MARSH: **Selected Statutes, Rules and Forms under the Federal Securities Laws**. Minesota-Nueva York, 1986; LANGEVOORT: **Insider Trading Regulation. A Treatise on the Definition, Prevention and Regulation of Insider Trading**. New York, 1991; LOSS: **Fundamentals of Securities Regulation**. Boston-Toronto, 1988, págs.723 y siguientes; SEMINARA: **Insider trading e diritto penale**. Milano, 1989, págs.91 y siguientes.

sucesivas modificaciones) (3), italiana (Ley de 17 de mayo de 1991, núm.157) (4) o británica (“*Companies Act*” de 1980, enmendada por la “*Financial Services Act*” de 1986 y la “*Criminal Justice Act*” de 1993) (5), que incluyen la incriminación de determinados supuestos, hasta la fórmula adoptada por Alemania, consistente en una autodisciplina (“*Freiwillige*

(3) Francia fue uno de los primeros países europeos que optaron por la represión penal de las operaciones de iniciados. El comienzo de la intervención legislativa se sitúa en la Ley núm.66-537, de 24 de julio de 1966, de sociedades mercantiles, y se completa, entre otras, con las Leyes núms.70-1208, de 28 de septiembre de 1967, 83-1, de 3 de enero de 1983, y 88-70, de 22 de enero de 1988. Vid. DUCOULOUX-FAVARD: **Manquement et délit d’initié**. “Riv. soc.” 1991, II, págs.1708 y siguientes; SICILIANO: **L’insider trading nell’esperienza dell’ordinamento francese**. “Diritto della banca e del mercato finanziario” 1989, II, págs.73 y siguientes; SVETCHINE: **La repressione dell’insider trading nell’esperienza francese**. en RABITTI BEDOGNI (a cura di): **Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario: l’insider trading**. Milano, 1992, págs.63 y siguientes.

(4) Ley de 17 de mayo de 1991, núm.157, “*Norme relative all’uso de informazioni riservate nelle operazioni in valori mobiliari e alla Commissione nazionale per le società e la borsa*” (Gazzetta Ufficiale núm.116, de 20 de mayo de 1991). Sobre esta ley, vid. por todos CASELLA: **La legge sulla repressione dell’Insider Trading**. “Giur. comm.” 1991, I, págs.858 y siguientes; GALLI: **Insider trading: un primo commento**. “Giur. comm.” 1991, I, págs.928 y siguientes; PETRONE: **Osservazioni sulla Legge n. 157 del 1991**. en RABITTI BEDOGNI: **Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario**. cit. págs.459 y siguientes. En torno a los trabajos preparatorios, vid. SEMINARA: **Riflessioni in margine al disegno di legge in tema di insider trading**. “RIDPP” 1990, Fasc.2, págs.545 y siguientes.

(5) Hasta fechas recientes el Derecho inglés no contenía ninguna disposición penal que castigara específicamente las negociaciones de los iniciados. La única disposición penal que podía aplicarse en esta materia era la Sección 13 de la “*Companies Act (Prevention of Fraud)*” de 1958. Su insuficiencia dio origen a un movimiento de reforma que culminó en el “*Companies Bill*” de 1978. Sobre este texto se produce la última reforma del Derecho británico al aprobarse la “*Company Securities (Insider Dealing) Act*” de 1985, dentro de la “*Financial Services Act*”. En su sección 47 se castiga hasta con penas de dos años de privación de libertad y multa sin límite a quien utilice información privilegiada para negociar ventajosamente en la Bolsa influyendo sobre los precios de las acciones. En 1993 se aprobó la

Selbskontrolle”) que se ha plasmado en una reglamentación fruto de una Comisión de Expertos en problemas de Bolsa instituida por el Ministerio de Economía (6). La preocupación

“*Criminal Justice Act*” con el fin de adecuar la legislación inglesa a la normativa comunitaria en la materia. La evolución en Inglaterra ha tendido a la regulación de la actuación de los “*insiders*” como una cuestión autónoma al margen del Derecho de sociedades. Vid. más ampliamente BALLARINI: **La regolamentazione dell’insider trading nel Regno Unito**. “*Riv. del Dir. Comm.*” 1991, I, págs.163 y siguientes; GONZÁLEZ CUSSAC: **El abuso de información privilegiada**. “*CPC*” núm.37, 1989, págs.130 y siguiente; LEIGH: **Il controllo della criminalità economica: l’esperienza britannica**. en PEDRAZZI y otros: *Comportamenti economici e legislazione penale*. Milano, 1979, *passim*; RIDER: **L’attività di repressione dell’insider trading in Gran Bretagna**. en RABITTI BEDOGNI: *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario*. cit. págs.45 y siguientes.

(6) Pese a la tradicional reticencia del Derecho alemán a la incriminación del uso de información privilegiada el sistema de autodisciplina se consideró insuficiente ya a la altura de 1968, por lo que el Gobierno encargó a la mencionada Comisión que elaborara una normativa al efecto. Los trabajos se plasmaron en dos leyes, una civil y otra de procedimiento, ambas de fecha 1 de julio de 1976, y en un programa de actuación general (“*Insider-handels-Richtlinien*”). Ninguna de estas disposiciones contiene sanciones penales. Para encontrarlas debe acudir al artículo 404 de la “*Aktiengesetz*”, que castiga a los miembros del *Vorstand* y del *Aufsichtsrat* que revelan o utilizan secretos comerciales de la sociedad de acciones a la que están vinculados sin autorización; y, sancionando otras categorías de sujetos, al parágrafo 17 de la ley sobre concurrencia desleal (UWG), y a los párrafos 203 y 204 StGB. Cfr. GONZÁLEZ CUSSAC: **El abuso de información privilegiada**. cit. págs.132 y siguiente; HOPT: **Europäisches und deutsches Insiderrecht**. “*ZGR*” 1991, págs.17 y siguientes; PORTALE: **La disciplina dell’insider trading nella Repubblica Federale di Germania**. “*BBTC*” 1989, Fasc.2, pág.110. Alemania fue uno de los países que con mayor fuerza se opuso a que la Comunidad Europea estableciera la obligación de los Estados miembros de imponer al respecto medidas de carácter penal. No obstante, el escándalo que tuvo lugar en 1991 en la Bolsa de Frankfurt, relativo a la actuación de un “*insider*”, ha modificado en gran medida las opiniones acerca de la utilización de sanciones penales. Sobre el fracaso de los sistemas basados en la autodisciplina, vid. BOSWORTH-DAVIES: **Policing insider-dealing -the self-regulatory regime**. “*The Company Lawyer*” 1993, pág.112; HAUSCHKA/HARM: **Argumente zur Reformbedürftigkeit des deutschen Insiderrechts**. “*Betriebs-Berater*” 1988, págs.1189 y siguientes.

por la extensión de estas conductas se ha manifestado también a nivel comunitario (7).

La expansión de los mercados de valores en Europa y el acceso que a ellos tienen capas cada vez más extensas de la población justifican el tratamiento penal de las graves irregularidades cometidas en su seno, que pueden afectar, y de hecho afectan, no sólo a unos cuantos especuladores sino a una parte notable de la colectividad, así como al funcionamiento del sistema económico en su conjunto (8). La regulación del PCP de 1994 vendrá a llenar, si se convierte en ley vigente, una laguna manifiesta en nuestro Derecho penal, puesto que, como tendremos ocasión de comprobar *infra*, ni la falsedad documental, ni la estafa, ni las maquinaciones para alterar el precio de las cosas así como tampoco la revelación de secretos permiten la incriminación de una gran parte de las modalidades de conducta del “*insider*” (9). Y es que a la conciencia clara de la necesi-

(7) De ello es ejemplo la Recomendación de 25 de julio de 1977 de la Comisión de Estados miembros, que se ocupó de la introducción en los Ordenamientos nacionales de la obligación de abstenerse de operaciones sobre títulos por parte de aquéllos que, por razones profesionales o de hecho, estén en posesión de informaciones reservadas. Tras arduos trabajos de preparación, iniciados en 1987 con la proposición que la Comisión presentó al Consejo con el ánimo de garantizar un mejor funcionamiento de los mercados de valores comunitarios y de fomentar su interconexión, se aprobó la Directiva 89/592/CEE, de 13 de noviembre de 1989, relativa a la coordinación de los preceptos sobre las operaciones de los iniciados (DOCE núm. L 334/30, de 18 de noviembre de 1989).

(8) Vid. en este sentido, entre otros, LÓPEZ BARJA DE QUIROGA: **El <<Insider Trading>>**. “ADPCP” 1993, Fasc.III, pág.1034; RODRÍGUEZ MOURULLO: **La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores ante el Derecho penal**. “PJ” núm. especial IX, 1988, pág.237.

(9) Cfr. RODRÍGUEZ MOURULLO: **La utilización abusiva de información privilegiada**, cit. págs.242 y siguientes; en el mismo sentido, vid. entre otros GONZÁLEZ CUSSAC: **El abuso de información privilegiada**. cit. págs.147 y siguientes; y LÓPEZ BARJA DE QUIROGA: **El <<Insider Trading>>**. cit. págs.1055 y siguientes.

La expresión inglesa “*insider trading*” se ha impuesto en la mayoría de los países, llegando incluso a los de distinta lengua, como Alemania, Italia, Suiza y España. No obstante, en Francia se habla de “operaciones de inicia-

dad de reprimir estas conductas se une la constatación de la dificultad de lograr su control, dado el soporte meramente oral de la mayor parte de las informaciones privilegiadas.

En las siguientes páginas no se efectuará un estudio exhaustivo de los artículos 281 y 282 del PCP de 1994. Su compleja estructura requeriría un análisis mucho más extenso del que aquí puede ser realizado. Por ello, he preferido centrarme en cuestiones generales y en algunos aspectos fundamentales del tipo objetivo básico del uso de información reservada en el mercado de valores contenido en el artículo 281.

II. INTERESES SUBYACENTES Y BIEN JURÍDICO PENALMENTE PROTEGIDO.

La conveniencia de la posible criminalización de las conductas de uso de información reservada sólo puede estudiarse después de la determinación del bien jurídico que resulta lesionado o puesto en peligro por ellas.

dos”, terminología que se ha impuesto en los trabajos del Consejo de la CEE. En el texto utilizaré ambas. Sobre la dificultad de traducción al castellano del término anglosajón, vid. GISPERT PASTOR: **La protección legal de la inversión mobiliaria en Gran Bretaña**. “RDBB” núm.5, 1982, pág.56.

El concepto de “*insider trading*” se utiliza en ocasiones de manera equívoca. En efecto, como indica su propia etimología, se trata de una conducta abusiva por parte de sujetos que se encuentran dentro de la sociedad (“*insiders*”), y que al amparo de su posición profesional obtienen información trascendente sobre el valor de los títulos y la utilizan en su propio beneficio. Mas las conductas que suelen incluirse dentro del término indicado comprenden con frecuencia actos realizados por sujetos extraños a la sociedad, que han tenido conocimiento de la información no en virtud de su participación en la sociedad, sino por otras vías. Estos sujetos no son los verdaderos “*insiders*”, de ahí que el término francés sea más correcto, en cuanto contempla una categoría más amplia de sujetos. Cfr. SÁNCHEZ GUILARTE/ TAPIA HERMIDA: **El abuso de información privilegiada (“insider trading” y operaciones de iniciados)**. “RDBB” núm.28, 1987, pág.752, nota núm.2.

Aunque el debate sobre la criminalización de estas conductas ha sido hasta el momento bastante escaso en nuestro país, se entiende de forma unánime que afectan gravemente a un bien jurídico relevante en una sociedad como la actual, que encuentra en el mercado de valores el más importante mercado de financiación de la inversión económica.

En un sistema económico en el que se han multiplicado el número de ahorradores y los demandantes de dinero, los mecanismos de conexión entre unos y otros se han ido haciendo, por exigencia de las circunstancias, progresivamente complejos, y por ello mismo necesitados de una regulación que garantice la existencia de un mercado de capitales que cumpla de manera eficaz sus funciones, entre las que destaca la de asignar fondos líquidos duraderamente disponibles entre las alternativas opciones de financiación de procesos productivos concretos (10).

Los dos principios fundamentales del mercado de valores, de los que derivan los demás, son los de eficiencia y protección de los inversores. El *principio de eficiencia* se relaciona directamente con la necesidad de que exista una infraestructura jurídica que permita que el mercado cumpla de la manera más eficiente las funciones económicas que le están atribuidas (11). Y el mercado sólo es eficiente en términos económicos cuando todos los operadores tienen la misma

(10) Vid. DE LA PUENTE: **La función del mercado de capitales en la economía de mercado**. "Bolsa de Barcelona. Boletín Financiero" núm.69, abril 1979, pág.22. Los mercados de valores son instrumentos imprescindibles en los modernos sistemas económicos. Sobre sus funciones, vid. por todos CACHÓN BLANCO: **Derecho del Mercado de Valores**. Vol. I. Madrid, 1992, págs.16 y siguientes; NIETO CAROL: **El mercado de valores. Organización y funcionamiento**. Madrid, 1993, págs.91 y siguientes.

(11) Cfr. BERCOVITZ: **El Derecho del mercado de capitales**. "RDBB" núm.29, 1988, págs.102 y siguientes.

información, de forma que todos ellos toman decisiones con la misma probabilidad de acierto o desacierto (12).

El *principio de protección a los inversores* es, en primer término, una consecuencia necesaria del principio de eficiencia. Sólo si los ahorradores se sienten suficientemente protegidos estarán dispuestos a invertir en la adquisición de los valores, pudiendo cumplir así el mercado la función económica que le corresponde. Pero sucede, además, que la protección de los inversores que adquieren títulos en el mercado de valores se integra en gran parte en la protección de los consumidores, reconocida en el artículo 51 de la Constitución española de 1978. En efecto, en el inversor individual que adquiere los valores concurren las mismas características del consumidor que son relevantes para justificar su protección, pues tiene las mismas dificultades que aquél para acceder a una información adecuada, para no ser objeto de engaños o de abusos y hacer valer sus derechos (13). Ahora bien, este principio no protege al inversor frente a cualquier riesgo del mercado, ya que la esencia de las operaciones del mercado de valores es la asunción del riesgo propio de las mismas por los operadores, sino frente a actuaciones fraudulentas (14).

Estos dos principios básicos se desarrollan en una serie de principios más concretos, entre los que podemos destacar los relacionados con los participantes en el mercado de valores y los relacionados con la operatividad del mercado.

(12) Cfr. CACHÓN BLANCO: **Derecho del Mercado de Valores. Vol. I.** cit. pág.21; CESARINI: **Aspetti economico-aziendali dell'insider trading**, en RABITTI BEDOGNI: **Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario**. cit. págs.112 y siguientes.

(13) Cfr. BERCOVITZ: **La protección jurídica del inversor en valores mobiliarios**. En BERCOVITZ/ BERCOVITZ: **Estudios sobre protección de los consumidores**. Madrid, 1987, pág.304. Vid. ampliamente sobre este punto, del mismo autor: **El Derecho del mercado de capitales**. cit. págs.102 y siguientes.

(14) Cfr. CACHÓN BLANCO: **Derecho del Mercado de Valores. Vol. I.** cit. pág.32.

En relación a los participantes en el mercado de valores se han destacado dos nuevos principios. El *principio de profesionalidad* supone que todas aquellas personas o entidades que participen habitualmente en el mercado de valores sean profesionales que cumplan unos requisitos suficientes para garantizar su cualificación y su solvencia, y que estén sujetas a unas reglas de actuación acordes con su profesionalidad (15). Esto viene exigido no sólo por la necesaria eficiencia y seguridad del mercado sino también por la protección de los inversores. Su reflejo en la regulación penal se halla en la delimitación del sujeto activo del delito de uso de información reservada, que lo convierte en un delito especial, como veremos ampliamente más adelante.

El *principio de igualdad* puede apoyarse en el principio general de igualdad consagrado en los artículos 1. 1 y 9. 2 de la CE 1978, puesto que es una manifestación fundamental de una igualdad real y efectiva en el terreno económico (16). Una manifestación importante de este principio es la igualdad en la información como principio de operatividad del mercado, evitando así un trato discriminatorio entre los inversores, con los perjuicios que pueden resultar del mismo (17).

(15) La normativa jurídica de desarrollo de la Ley 24/ 1988, de 28 de julio, del mercado de valores (LMV) ha refrendado la importancia del principio de profesionalidad. Vid. por ejemplo el Real Decreto de 22 de marzo de 1989 sobre Sociedades y Agencias de Valores, que regula los coeficientes de solvencia y liquidez de tales entidades.

(16) Cfr. por todos D'ALESSANDRO: **La Seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti**. "Riv. soc." 1987, págs.1 y siguientes; del mismo autor: **L'attività di sollecitazione al pubblico risparmio**. En AA.VV.: Sistema finanziario e controlli: dall'impresa al mercato. Milano, 1986, págs.91 y siguientes.

(17) Cfr. ANGELICI: **Parità di trattamento degli azionisti**. "Riv. dir. comm." 1987, I, págs.1 y siguientes, y especialmente pág.16, nota núm.18; y BERCOVITZ: **El Derecho del mercado de capitales**. cit. págs.104 y siguientes. El debate actualmente en desarrollo en los Estados Unidos y Europa permite concluir que la prohibición de las conductas del "insider" se fundamenta en el llamado "*principle of equal access*": todos los

Y es que constituye presupuesto imprescindible de un funcionamiento eficaz del mercado de valores la protección del inversor, en el sentido de garantizar la igualdad de oportunidades en el riesgo mediante la defensa de la transparencia del mercado, esto es, garantizando la existencia de una base informativa completa y veraz que permita una correcta formación de los precios de los valores (18). En efecto, los recientes acontecimientos producidos en algunos mercados de valores han puesto de relieve que uno de los pilares básicos para el correcto funcionamiento de todo mercado bursátil está constituido por la confianza que despierte en el inversor(19). La

inversores han de tener la posibilidad de un acceso igual a la información, no siendo permitido a ninguno que realice transacciones utilizando noticias ignoradas por la generalidad; de ahí deriva la necesidad de un precepto penal sancionatorio de la correlativa “*disclose or abstain rule*”, cuya finalidad es la equiparación de las condiciones de todos los participantes en el mercado de valores. Vid. SEMINARA: **Insider trading e diritto penale**. cit. pág.71.

(18) Cfr. ARROYO ZAPATERO: **El abuso de información privilegiada en el Derecho español**. Ponencia presentada en las Jornadas de Derecho Penal económico “Hacia un Derecho Penal económico europeo” (Madrid, 14-17 octubre 1992), págs.15 y siguiente. Vid. también GARCÍA-PITA Y LASTRES: **La normativa francesa sobre adquisición por una sociedad de sus propias acciones, con objeto de especular en Bolsa**. “RDBB” núm.10, 1983, pág.297. En el mismo sentido señala MUÑOZ CONDE: **Delincuencia económica: estado de la cuestión y propuestas de reforma**. Ponencia presentada en las Jornadas de Derecho Penal económico “Hacia un Derecho Penal económico europeo” (Madrid, 14-17 octubre 1992), pág.11, que “no cabe duda que (el delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores) pretende proteger el principio de igualdad en dicho mercado”. Uno de los principales fines de la Bolsa consiste en la formación objetiva e imparcial de los precios. La equidad informativa constituye un antecedente necesario para esa correcta formación de los precios, y el uso de información reservada perturba tal formación, al alterar la neutralidad de la información accesible al inversor, perjudicando de ese modo la eficiencia del mercado. Cfr. SÁNCHEZ GUILARTE/TAPIA HERMIDA: **El abuso de información privilegiada**. cit. pág.760.

(19) En efecto, la tesis más difundida sostiene que toda la legislación en materia de Bolsa debe proponerse como objetivo primario el mantenimiento y reforzamiento de la confianza de los inversores en el correcto funcionamiento del mercado. Vid. por todos SEMINARA: **Insider trading e diritto penale**. cit. pág.72. Esta es también la posición adoptada por la Directiva comunitaria.

confianza requiere una transparencia informativa aceptable que asegure al inversor que la información que se le ofrece es suficiente y veraz, sin que existan datos a los que no tiene acceso y que, al implicar un privilegio para quienes los utilizan, alteran la igualdad de oportunidades que debe existir entre todos los que acceden al mercado bursátil (20). La Bolsa debe desempeñar una función arbitral respecto al precio del mercado, procurando que los inversores estén correctamente informados y asuman el riesgo de su inversión.

Conviene resaltar que la protección del inversor no constituye una mera exigencia ética para el mercado, sino que es ante todo una condición de su eficiencia, puesto que existe una relación lógica entre la transparencia del mercado, la protección del inversor y la eficiencia bursátil, tanto desde el punto de vista del funcionamiento interno del sistema como desde el del cumplimiento de las funciones que a los mercados de valores corresponden en un sistema económico desarrollado (21).

En una primera aproximación, el mercado de valores produce la transformación de informaciones en forma de cotizaciones y, por tanto, la información con relevancia bursátil se convierte en un bien económicamente trascendente, al que deben acceder los inversores en igualdad de condiciones. A la información objetiva de los mercados financieros, a las cotizaciones, se añade actualmente el *plus* de información de las sociedades emisoras sobre sus actividades reales, donde se

(20) SÁNCHEZ GUILARTE/ TAPIA HERMIDA: **El abuso de información privilegiada**. cit. pág.751. Por su parte, GARCÍA-PITA Y LASTRES: **La normativa francesa sobre adquisición por una sociedad de sus propias acciones**. cit. pág.301, afirma que “las medidas relativas a los “iniciados” pretenden evitar la especulación abusiva y acrecentar la confianza del público inversor tanto en el funcionamiento de las instituciones bursátiles como en las propias sociedades”.

(21) Cfr. SÁNCHEZ GUILARTE/ TAPIA HERMIDA: **El abuso de información privilegiada**. cit. pág.765.

encuentra precisamente la fuente primaria del tráfico de información confidencial (22).

La represión de la utilización de información privilegiada parte de una visión democrática del mercado de valores (23). En efecto, el derecho subjetivo a la igualdad de oportunidades informativas surge como consecuencia de la democratización financiera de la sociedad consumidora de instrumentos de crédito e inversión (24).

La información privilegiada o confidencial pertenece a la esencia del sistema (25), pero se pretende prohibir su utilización hasta que la publicación de la misma permita a los inversores concurrir al mercado de valores en situación de igualdad (26).

(22) Cfr. RODRÍGUEZ MOURULLO: **La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores ante el Derecho penal.** cit. pág.240.

(23) Así, SÁNCHEZ GUILARTE/ TAPIA HERMIDA: **El abuso de información privilegiada.** cit. pág.752. En el mismo sentido, vid. RIDER: **L'attività di repressione dell'insider trading in Gran Bretagna.** cit. pág.50; ROSSI: **I mercati dell'investimento fra diritto ed economia.** "Riv. soc." 1991, II, págs.967 y siguiente.

(24) Cfr. BENITO: **Abiertos al futuro.** "Bolsa de Madrid" núm.100, mayo de 1987, pág.7. Interesa señalar en este punto que el Código de conducta europeo se refiere también al principio de la "igualdad de tratamiento a todo tenedor de valores mobiliarios de la misma naturaleza", con el fin de evitar que determinados sujetos se encuentren en una situación privilegiada con relación a una determinada información, sin que exista justificación suficiente para ello.

(25) Y en este sentido se ha señalado que la eficiencia del mercado se subordina en gran medida a la actividad de quienes, con gran esfuerzo por su parte, consiguen informaciones y conocimientos no divulgados, procediendo a su disfrute y garantizando de este modo un continuo flujo de nuevas informaciones. Si realmente se concretara en el mercado una absoluta distribución de todas las noticias desaparecería toda posibilidad de beneficio, llegándose fatalmente a una situación de ineficiencia. Cfr. SEMINARA: **Insider trading e diritto penale.** cit. págs.82 y siguiente. Vid. también LÓPEZ BARJA DE QUIROGA: **El <<Insider Trading>>.** cit. pág.1032.

(26) Cfr. ARROYO ZAPATERO: **El abuso de información privilegiada en el Derecho español.** cit. pág.16.

No obstante, y aun cuando se trate de un interés digno de protección jurídica, no resulta decisiva por sí sola la necesidad de protección del inversor y de la igualdad de los operadores financieros, puesto que no existe igualdad real en el mercado de valores, atendidas las enormes diferencias entre grandes y pequeños inversores (27), además de que el Derecho penal no está llamado a tutelar de forma absoluta todas las desigualdades, ya que el propio sistema económico las permite (28).

(27) Vid. MUSCO: **I reati di insider trading**, en COLOMBO: **POR-TALE: Trattato delle società per azioni**. Vol. 9. Torino, 1994, pág.328. Son obvias las ineliminables disparidades y desigualdades que existen en el acceso a la información entre las diferentes categorías de inversores. Cuando aparece en los Estados Unidos la "*Securities Exchange Act*" de 1934, en el mercado actuaban principalmente inversores individuales respecto a los cuales, gracias a su sustancial homogeneidad, el objetivo del "*equal access*" podía manifestarse con cierto fundamento. Hoy la situación es muy diferente, puesto que la intervención en el mercado de analistas financieros e inversores institucionales, así como la disponibilidad de técnicas computerizadas de elaboración de datos cada vez más sofisticadas, permiten una valoración de la información a la cual los inversores pueden acceder previo pago, pero que no es personalmente realizable para la mayoría de ellos. Cfr. SEMINARA: **Insider trading e diritto penale**. cit. pág.81. Vid. también BARTALENA: **L'abuso di informazioni privilegiate**. cit. págs.9 y siguiente; BRICOLA: **Profili penali della disciplina del mercato finanziario**. "BBTC" 1990, I, pág.51; SEMINARA: **Insider trading e diritto penale**. cit. pág.83. En contra, vid. por todos, BARTULLI: **L'"insider trading" nella prospettiva penale**. En BARTULLI: **Tre studi sulle falsità in bilancio ed altri scritti di diritto penale societario**. Milano, 1980, págs.379 y siguientes; y ROSSI: **L'informazione societaria al bivio**. "Riv. soc." 1982, págs.1082 y siguientes, quien no obstante reconoce que "tal principio de igualdad no podría nunca realizarse plenamente sin perjudicar el propio funcionamiento del mercado" (pág.1091).

(28) Por otra parte, es sabido que una economía de mercado presidida por el principio de igualdad de las partes concurrentes (competencia perfecta), atómica y perfecta transparencia, ni existe ni ha existido nunca. En el ámbito que nos ocupa debemos partir de la realidad de una economía dirigida, que genera decisiones cuyo conocimiento privilegiado puede ser una fuente de enriquecimiento para los que lo posean. En este sentido, cfr. MUÑOZ CONDE: **Los nuevos delitos de tráfico de influencias, revelación de secretos e informaciones y uso indebido de información privilegiada**. Apéndice a la 8ª ed. de su Derecho Penal. Parte Especial. Valencia, 1991, pág.26.

El único camino satisfactorio se encuentra en la elaboración de un bien jurídico penal construido como interés supraindividual (29), general, en la medida en que efectivamente la conducta del “insider” daña o pone en peligro la credibilidad del mercado de valores (30). El uso de información reservada afecta al propio sistema, que deja de ofrecer confianza, pudiendo conducir a una retracción del mercado con el consiguiente perjuicio sobre el sistema económico en su conjunto (31). Si el inversor deja de confiar en un mercado opaco, sabedor de que existe un volumen importante de información a la que no tiene acceso y que le coloca en situación de inferioridad, se causará un grave perjuicio al sistema económico, que se verá imposibilitado para cumplir las funciones que un mercado de valores eficiente debe desarrollar (32).

(29) Vid. INSOLERA: **Riflessioni in tema di insider trading**. “L’indice penale” 1992, págs.453 y siguiente; MUSCO: **I reati di insider trading**. cit. pág.334.

(30) Cfr., entre otros, BARTALENA: **L’abuso di informazioni privilegiate**. cit. pág.92; FERNÁNDEZ ATELA: **Insider trading: evolución, doctrina y regulación en los Estados Unidos de América**. cit. pág.562; GONZÁLEZ CUSSAC: **El abuso de información privilegiada**. cit. pág.141; SÁNCHEZ GUILARTE/ TAPIA HERMIDA: **El abuso de información privilegiada**. cit. pág.753. Más ampliamente SEMINARA: **Insider trading e diritto penale**. cit. págs.88 y siguientes.

(31) Cfr. ARROYO ZAPATERO: **El abuso de información privilegiada en el Derecho español**. cit. págs.15 y siguiente. Vid. también MUÑOZ CONDE: **Delincuencia económica: estado de la cuestión y propuestas de reforma**. cit. págs.11 y siguiente; FORTUNA: **L’insider trading: l’esperienza del mercato**. en RABITTI BEDOGNI: **Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario**. cit. págs.134 y siguiente; GONZÁLEZ RUS: **Aproximación a los delitos contra el orden socio-económico en el Proyecto de Código penal de 1992**. Ponencia presentada en las Jornadas de Derecho Penal económico “Hacia un Derecho Penal económico europeo” (Madrid, 14-17 octubre 1992), pág.20; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA: **El <<Insider Trading>>**. cit. pág.1034; SÁNCHEZ GUILARTE/ TAPIA HERMIDA: **El abuso de información privilegiada**. cit. págs.751 y siguiente; SEMINARA: **Insider trading e diritto penale**. cit. págs.88 y siguientes.

(32) SÁNCHEZ GUILARTE/ TAPIA HERMIDA: **El abuso de información privilegiada**. cit. pág.753. Cfr. también LOSS: **The Fiduciary Concept as Applied to Trading by Corporate “Insiders” in the United Sta-**

Y ello puesto que las conductas constitutivas de “*insider trading*” alejan al mercado de la función social de interés público que le corresponde y representan una distorsión de su funcionamiento, al incrementar la desconfianza de los inversores, causa principal de las sucesivas crisis que han afectado y afectan a los mercados mundiales (33).

Ya en un análisis de la **regulación concreta** ofrecida por el artículo 281 del PCP de 1994, cabe señalar que los intereses patrimoniales individuales de quienes concurren en las negociaciones del mercado de valores no se tutelan más que de forma indirecta (34). En efecto, siguiendo en este aspecto el modelo ofrecido por el artículo 305 del PCP de 1992, el tipo no requiere la lesión ni la puesta en peligro concreto de dichos intereses. Aunque es obvio que el empleo de información reservada puede provocar perjuicios patrimoniales a los titulares de los valores que son su objeto material, o a los candidatos a negociar con ellos, así como a la sociedad emisora, a quien daña o pone en peligro en todo caso es al propio sistema, que deja de ofrecer confianza al frustrarse el principio de igualdad (35). Es más, cabe pensar en supuestos, que serán

tes. “The Mod. Law Rev.” 1970, pág.36, quien afirma que “*the very preservation of any capital market depends on liquidity, which rests in turn on the investor’s confidence that current quotations accurately reflect the objective value of his investment*”. No obstante, algunos autores distinguen entre la finalidad de asegurar la “*fairness*” del mercado, que implica la represión del uso de información privilegiada, y la “*Allokations-effizienz*” del mercado, que puede perseguirse a través de todos los instrumentos que permiten una rápida adecuación de las cotizaciones, entre los cuales se halla el uso de información privilegiada. En este sentido, vid. por todos KUBLER: **Anlageberatung durch Kreditinstitute**. “ZHR” 1981, págs.204 y siguientes, especialmente pág.209.

(33) Cfr. MUÑOZ CONDE: **Delincuencia económica: estado de la cuestión y propuestas de reforma**. cit. págs.11 y siguiente.

(34) La protección de los intereses patrimoniales individuales podría resultar disfuncional en esta materia. Cfr. SEMINARA: **Insider trading e diritto penale**. cit. pág.20.

(35) Cfr. ARROYO ZAPATERO: **El abuso de información privilegiada en el Derecho español**. cit. pág.16. Vid. también BRICOLA: **Profili penali della disciplina del mercato finanziario**. cit. pág.51.

mayoría, en los que ni siquiera sea posible determinar la existencia de algún perjudicado concreto. A ello se añade la extrema dificultad que supone individualizar los sujetos concretamente ofendidos y la entidad del daño en su caso reportado por la conducta del iniciado (36).

En conclusión, el delito de uso de información reservada en el mercado de valores es un delito económico en sentido estricto (37). Con las matizaciones efectuadas, cabe señalar que no es, a mi juicio, un delito pluriofensivo. A través de su tipificación penal el pre-legislador trata de proteger en primera línea la confianza en el correcto funcionamiento del mercado de valores, concreción del orden económico entendido en sentido estricto (38), dejando en un plano aparte los patrimonios individuales de los inversores potencial o efectivamente perjudicados. Se configura como un delito de peligro abstracto para el bien jurídico colectivo (39) consistente en el correcto fun-

(36) Cfr. BARTALENA: **L'abuso di informazioni privilegiate**. cit. págs.6 y siguiente, que atribuye esta dificultad, entre otras causas, tanto al anonimato que caracteriza las operaciones en los mercados financieros como a que el beneficio obtenido por el iniciado puede no corresponderse, en términos de causalidad, a las pérdidas sufridas por otros participantes, que habrían adquirido o vendido sus títulos independientemente de la actuación del iniciado en el mercado. En este sentido cfr. también RIDER: **Insider Trading**. Bristol, 1983, pág.3. Vid. asimismo SEMINARA: **Insider trading e diritto penale**. cit. pág.28, quien apunta que la doctrina tiende a negar la existencia de un nexo causal entre la conducta del "insider" y el perjuicio acarreado a la contraparte en operaciones bursátiles.

(37) Noción que se define como aquella infracción que lesiona o pone en peligro el orden económico entendido como regulación jurídica del intervencionismo estatal en la Economía. Cfr. BAJO FERNÁNDEZ/ SUÁREZ GONZÁLEZ en BAJO/ PÉREZ/ SUÁREZ: **Manual de Derecho Penal (Parte Especial) (Delitos patrimoniales y económicos)**. 1993, cit. pág.563; TIEDEMANN: **Poder económico y delito**. Barcelona, 1985, pág.19.

(38) Vid. BAJO FERNÁNDEZ/ SUÁREZ GONZÁLEZ en BAJO/ PÉREZ/ SUÁREZ: **Manual de Derecho Penal (Parte Especial) (Delitos patrimoniales y económicos)**. 1993, cit. pág.565.

(39) Sobre los bienes jurídicos colectivos y los delitos de peligro abstracto, vid. ampliamente MÉNDEZ RODRÍGUEZ: **Los delitos de peligro y**

cionamiento del mercado de valores. Como ha señalado MÉNDEZ RODRÍGUEZ, parece difícil que la violación de una rígida regla de conducta pueda poner en peligro realmente algo; desde luego, no un bien jurídico de ámbito socio-económico cuya dimensión y vaguedad impide cualquier tipo de comprobación (40). La lesión de tal bien “se produce más que por cada acto individual, por la reiteración generalizada de conductas que no respetan las reglas básicas que aseguran el sistema y su funcionamiento” (41). Al ser la lesión o la concreta puesta en peligro difícilmente tipificables, el recurso a la técnica de los delitos de peligro abstracto es la vía idónea para su protección, que aparece además legitimada por la importancia de los intereses en juego (42).

IV. INSUFICIENCIAS DE LAS FIGURAS DELICTIVAS TRADICIONALES.

Antes de estudiar la concreta regulación que del uso de información reservada en el mercado de valores ofrece el artículo 281 PCP de 1994 corresponde determinar la necesidad de su específica incriminación en el Derecho penal español. En efecto, una cosa es analizar en abstracto la conveniencia de crear un tipo delictivo destinado a sancionar el uso de información reservada en el mercado de valores, y otra, muy distinta, es valorar en concreto la regulación normativa ofrecida por un precepto determinado del más reciente PCP.

sus técnicas de tipificación. Madrid, 1993, págs.157 y siguientes; RODRÍGUEZ MONTAÑÉS: **Delitos de peligro, dolo e imprudencia.** Madrid, 1994, págs.299 y siguientes.

(40) MÉNDEZ RODRÍGUEZ: **Los delitos de peligro y sus técnicas de tipificación.** cit. pág.159.

(41) RODRÍGUEZ MONTAÑÉS: **Delitos de peligro, dolo e imprudencia.** cit. pág.301, con bibliografía complementaria.

(42) Cfr. RODRÍGUEZ MONTAÑÉS: **Delitos de peligro, dolo e imprudencia.** cit. pág.338.

Desde el primer punto de vista, debemos partir de que el sistema penal español no ofrece actualmente una respuesta adecuada a las prácticas constitutivas de “*insider trading*”. Los comportamientos que bajo dicha rúbrica se cobijan únicamente podrían ser reprimidos en vía penal de manera indirecta, esto es, a través de un arsenal originalmente pensado para otros supuestos. Tal arsenal estaría constituido fundamentalmente por los delitos de falsedad documental, estafa, maquinaciones para alterar el precio de las cosas, revelación de secretos y uso indebido de información privilegiada por parte de los funcionarios públicos. No obstante, como advierte, entre otros, RODRÍGUEZ MOURULLO (43), el más somero análisis de tales delitos confirma que el fenómeno del uso de información reservada en el mercado de valores permanece en nuestro Ordenamiento jurídico fuera de la órbita penal, salvo que se asocie a determinadas características cuya concurrencia es exigida por los referidos delitos como elementos típicos esenciales.

Así, para poder apreciar la comisión de un delito de **falsedad documental** (artículos 302 y siguientes del Código penal), el sujeto que usa la información reservada tendría que haber alterado, material o ideológicamente, el contenido sustancial de un documento (44). No obstante, es obvio que el aprovechamiento de información reservada en el mercado de valores no entraña necesariamente, ni siquiera habitualmente, alteraciones materiales o ideológicas en ningún documento (45).

(43) RODRÍGUEZ MOURULLO: **La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores ante el Derecho penal.** cit. pág.242.

(44) Por ejemplo, plasmando manifestaciones contrarias a la verdad y relativas a la situación jurídica o económica de la sociedad en un documento público, privado o mercantil.

(45) Cfr. GONZÁLEZ CUSSAC: **El abuso de información privilegiada.** cit. pág.148. Vid. también RODRÍGUEZ MOURULLO: **La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores ante el Derecho penal.** cit. pág.242.

Por su parte, la aplicación del **delito de estafa** (artículo 528 CP) supone la utilización de un engaño bastante, de forma tal que induzca a la víctima a realizar un acto de disposición que determine un perjuicio para sí misma o para un tercero. Además, para que exista estafa no basta que en un hecho cualquiera aparezcan todos y cada uno de sus componentes, sino que han de hallarse exactamente en la relación consecucional descrita por la ley, como reconocen mayoritariamente doctrina y jurisprudencia (46).

El delito de uso de información reservada se caracteriza por que el sujeto activo utiliza efectivamente una información veraz. No tiene lugar el engaño típico de la estafa, siendo así que para apreciar este delito “no basta cualquier forma de iniciación del proceso causal que desemboque en un perjuicio económico, sino que sólo será típico aquél desencadenado por engaño” (47).

El perjuicio típico de la estafa consiste en la diferencia de valor entre lo que el sujeto pasivo atribuye a otro (por regla general pero no necesariamente, el autor del delito), en virtud del acto de disposición, y lo que, eventualmente, recibe de éste como contraprestación. No se concibe la estafa como un delito contra el patrimonio en su totalidad, sino que se articula como infracción dirigida contra sus distintos componentes singulares (48). Esta delimitación del perjuicio típico deja al margen de la estafa los casos en los que el iniciado se aprovecha de sus conocimientos confidenciales relativos a una futura mejora de las perspectivas económicas de la sociedad o a un

(46) Vid. por todos VIVES en VIVES ANTÓN/ BOIX REIG/ ORTS BERENGUER/ CARBONELL MATEU/ GONZÁLEZ CUSSAC: **Derecho Penal. Parte Especial**. Valencia, 1993, pág.910.

(47) PÉREZ MANZANO: **Esbozo del juicio de imputación objetiva en la estafa**. Ponencia presentada en las Jornadas de Derecho Penal económico “Hacia un Derecho Penal económico europeo” (Madrid, 14-17 octubre 1992), pág.4.

(48) Cfr. VIVES en VIVES/ BOIX/ ORTS/ CARBONELL/ GONZÁLEZ: **Derecho Penal. Parte Especial**. 1993, cit. pág.922.

alza del precio de los títulos-valores de que se trate, puesto que no cabe sostener aquí la producción de un perjuicio.

Pero aunque se trate de uso de una información reservada relativa a perspectivas desfavorables de la sociedad o de los títulos-valores se plantea la duda de hasta qué punto el hecho de silenciar la verdadera situación de los mismos, conocida por el iniciado, puede constituir el engaño bastante exigido por el artículo 528 del Código penal. Nos hallamos ante el discutido tema de la relevancia de las conductas omisivas en la estafa (49).

La mayoría de la doctrina se inclina por rechazar la posibilidad del engaño por omisión, salvo cuando ésta va acompañada, como suele suceder, de actos concluyentes positivos (50). Distintos son los casos en los que la omisión consiste en “no sacar del error”. Se trata entonces de determinar en qué medida el no sacar a alguien de un error en el que previamente está puede equipararse o corresponder a la utilización de un engaño bastante para producir error e inducir al acto de disposición patrimonial, tal como exige la mecánica comisiva del artículo 528 CP.

Actualmente es doctrina mayoritaria que tales omisiones no son típicas en el sentido del delito de estafa, pero no

(49) Vid., entre otros, ANTÓN ONECA: **Estafa**. “NEJ” IX, págs.64 y siguientes; BAJO FERNÁNDEZ: **El delito de estafa**. Comentarios a la Legislación Penal. Tomo V. Vol. II. Madrid, 1985, págs.1168 y 1184 y siguientes; BAJO FERNÁNDEZ/ PÉREZ MANZANO en BAJO FERNÁNDEZ/ PÉREZ MANZANO/ SUÁREZ GONZÁLEZ: **Manual de Derecho Penal (Parte Especial) (Delitos patrimoniales y económicos)**. Madrid, 1993, págs.279 y siguientes; GÓMEZ BENITEZ: **Función y contenido del error en el tipo de estafa**. “ADPCP” 1985, Fasc.II, págs.343 y siguiente; VALLE MUÑIZ: **El delito de estafa: delimitación jurídico penal con el fraude civil**. Barcelona, 1987, págs.172 y siguientes.

(50) Así, por todos, MUÑOZ CONDE: **Derecho Penal. Parte Especial**. 9ª ed. Valencia, 1993, págs.277 y siguiente. Se reconoce, con ANTÓN ONECA: **Estafa**. cit. pág.64, que muchos supuestos de conductas omisivas en la estafa se enmarcan en el contexto del significado de una acción o grupo de acciones anterior, dando lugar a un hecho concluyente.

porque representen un menor desvalor de acción (51), ni porque no puedan ser calificadas de engaño, sino porque no producen el error, como exige el artículo 528. Se trata, efectivamente, de supuestos en los que el error preexiste a la omisión y no puede, por consiguiente, configurarse como su consecuencia (52). Es evidente que la estafa no es un tipo totalmente abierto, antes al contrario, nos encontramos ante uno de aquellos delitos en los que se exige una determinada forma de acción. En todo caso, como señala entre otros RODRÍGUEZ MOURULLO (53), la admisión de esta equiparación dependería inexcusablemente de la existencia de un deber jurídico de informar (54) que, caso de existir, no siempre alcanzaría a todos los iniciados poseedores de la información privilegiada, produciendo intolerables lagunas de incriminación (55). Es especialmente en el ámbito interno de la relación de los administradores con las sociedades mercanti-

(51) Como sostuvo en su día BAJO FERNÁNDEZ: **Manual de Derecho Penal. Parte Especial. II.** 1ª ed. Madrid, 1986, pág.170.

(52) Vid. por todos VIVES en VIVES/ BOIX/ ORTS/ CARBONELL/ GONZÁLEZ: **Derecho Penal. Parte Especial.** 1993, cit. pág.914. Vid. también las conclusiones de VALLE MUÑIZ: **El delito de estafa.** cit. págs.182 y siguiente, para quien la dificultad consiste en el análisis del requisito de equivalencia entre la no evitación del resultado con su causación activa, pues a su entender nunca se puede afirmar que no sacar de un error equivale a engañar. En el mismo sentido, SILVA SÁNCHEZ: **El delito de omisión. Concepto y sistema.** Barcelona, 1986, pág.359.

(53) Cfr. RODRÍGUEZ MOURULLO: **La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores ante el Derecho penal.** cit. pág.243.

(54) En este sentido, vid. VALLE MUÑIZ: **El delito de estafa.** cit. pág.180, quien admite la posibilidad de que el engaño pueda llevarse a cabo mediante el silencio cuando éste “aparezca en el seno de un comportamiento complejo positivo, donde cobra relevancia no tanto la mera omisión, cuanto, la acción concluyente que toda la conducta supone”, y cuando “en virtud de determinados parámetros como... **existencia de un deber de manifestarse**” adquiera una significación engañosa evidente.

(55) Ello sucederá sólo en casos excepcionales, dado que la creación de deberes de garante debe restringirse en el ámbito de la protección del patrimonio. Cfr. BAJO FERNÁNDEZ/ PÉREZ MANZANO en BAJO/ PÉREZ/

les donde la utilización de información reservada aparece como un abuso de confianza o de facultades por parte del iniciado con respecto a la sociedad, al utilizar en su propio beneficio una información que debiera ser aplicada al beneficio social. Por otra parte, junto a ese uso abusivo se produce también un incumplimiento del deber legal de secreto que pesa sobre los administradores. Ahora bien, aunque la vinculación que existe entre el iniciado y la sociedad afectada, esto es, lo que se ha llamado el fundamento bilateral de la represión del “*insider trading*”, constituyó el origen del Derecho positivo aprobado sobre el tema, posteriormente la realidad ha demostrado su insuficiencia (56).

El delito de maquinaciones para alterar el precio de las cosas (artículo 540 CP) presenta también notables limitaciones en la lucha contra el “*insider trading*”, y ello a pesar de que la específica referencia a los “títulos o valores” revela que el legislador pensaba en su mercado como posible campo de aplicación del precepto, especialmente teniendo en cuenta que es el mercado bursátil aquel en el que más aceptables resultan los principios de libre concurrencia (57).

Este precepto penal sólo entra en juego cuando el iniciado intentare alterar el precio natural que resulta de la libre concurrencia (58), y lo hiciera precisamente a través de alguno de los comportamientos típicos expresamente mencionados

SUÁREZ: **Manual de Derecho Penal (Parte Especial) (Delitos patrimoniales y económicos)**. 1993, cit. pág.280. Así, tienen un deber jurídico de informar los administradores de sociedades, pero en cambio no los asesores que presten sus servicios profesionales por cuenta de las mismas.

(56) Cfr. SÁNCHEZ GUILARTE/ TAPIA HERMIDA: **El abuso de información privilegiada**. cit. pág.755.

(57) Cfr. SÁNCHEZ GUILARTE/ TAPIA HERMIDA: **El abuso de información privilegiada**. cit. pág.787.

(58) En torno al concepto de “precios resultantes de la libre concurrencia”, vid. en detalle GARCÍA-PABLOS DE MOLINA: **Sobre la figura del delito de maquinaciones para alterar los precios (naturales) de las cosas**. “CPC” núm.4, 1981, págs.231 y siguiente.

en el artículo 540 o, en general, mediante “cualquier otra maquinación” (59), concepto que ha sido definido por el Tribunal Supremo como “proyecto, intriga o asechanza oculta, dirigida regularmente a mal fin” (60). De esta forma el tipo de maquinaciones suele resultar inaplicable al comportamiento del “*insider*”, quien por regla general no pretende establecer una vinculación entre el acto de la maquinación y el resultado de la alteración de precios (61), puesto que no desea tanto alterar los precios como obtener un beneficio económico por el uso de la información reservada. Tal exigencia típica elimina además la punición de los aprovechamientos personales de maniobras ajenas no concertadas, y cuyo concierto es de difícil prueba en la práctica (62).

Es obvio además que la conducta del “*insider*” no se adecuará, en gran parte de los casos, a las modalidades típicas de comisión del delito de maquinaciones (“difundiendo noticias falsas o tendenciosas, empleando violencia, amenaza o engaño, o usando de cualquier otra maquinación”). Al iniciado

(59) Cfr. RODRÍGUEZ MOURULLO: **La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores ante el Derecho penal.** cit. pág.243. Conviene advertir que un sector doctrinal ha venido restringiendo notablemente las modalidades de acción en el delito de maquinaciones, al incluir sólo las conductas violentas o fraudulentas, lo cual excluiría de raíz su aplicación a la gran mayoría de las modalidades de conducta del “*insider trading*”. Vid. por todos GARCÍA-PABLOS DE MOLINA: **Sobre la figura del delito de maquinaciones para alterar los precios (naturales) de las cosas.** cit. pág.229. Por otra parte, mientras en el delito de maquinaciones se manipulan noticias falsas o tendenciosas, la información del iniciado es verdadera, como ha puesto de relieve GONZÁLEZ CUSSAC: **El abuso de información privilegiada.** cit. pág.147.

(60) SSTs de 23 de enero de 1978 (Ar. 96) y 16 enero 1980 (Ar. 95), entre otras.

(61) Se trata de un elemento subjetivo del injusto, consistente en la intención o propósito de alterar los precios. La doctrina es unánime en este punto. Cfr. por todos BOIX en VIVES/ BOIX/ ORTS/ CARBONELL/ GONZÁLEZ: **Derecho Penal. Parte Especial.** 1993, cit. pág.983.

(62) Cfr. AUGER LIÑÁN: **Delitos bursátiles.** “PJ” núm. especial IX, 1988, pág.228.

le basta con usar la información que conoce, sin necesidad de ninguna otra “maquinación” (63). Esta conducta, como muchas otras, cae fuera del ámbito de aplicación del delito de maquinaciones.

No obstante, es innegable que el bien jurídico penalmente protegido en ambos delitos tiene algunos puntos en común. En efecto, el delito de maquinaciones no es un delito contra el patrimonio (64). El legislador no tiene en cuenta el daño que la maquinación puede producir en el patrimonio individual, sino el peligro que una conducta como la descrita puede revestir para una concreta política económica de precios (65). La protección de los precios pretende sin duda la tutela del consumidor como parte del libre juego del mercado, persiguiendo con su protección equilibrar la situación de contratación para el logro de una determinada política de precios. Pero aun así no puede decirse que sea el patrimonio individual el bien jurídico penalmente protegido, puesto que la ley no tiene en cuenta el daño económico que se cause a la víctima (66).

En resumen, el delito de maquinaciones podría abarcar parte de las conductas propias del “*insider trading*”, pero produciendo lagunas de incriminación. Cabe puntualizar, no obs-

(63) Cfr. GONZÁLEZ CUSSAC: **El abuso de información privilegiada**. cit. pág.147.

(64) Cfr. BAJO FERNÁNDEZ/ SUÁREZ GONZÁLEZ en BAJO/ PÉREZ/ SUÁREZ: **Manual de Derecho Penal (Parte Especial) (Delitos patrimoniales y económicos)**. 1993, cit. pág.389. En contra, vid. por todos QUINTERO OLIVARES: **Maquinaciones para alterar el precio de las cosas**. “NEJ” Vol. XV, 1974, pág.844.

(65) Cfr. BAJO FERNÁNDEZ/ SUÁREZ GONZÁLEZ en BAJO/ PÉREZ/ SUÁREZ: **Manual de Derecho Penal (Parte Especial) (Delitos patrimoniales y económicos)**. 1993, cit. pág.389. En el mismo sentido, vid. MUÑOZ CONDE: **Derecho Penal. Parte Especial**. 1993, cit. pág.347.

(66) En la medida en que se lesione el patrimonio individual cabrá concurso entre el delito de maquinaciones y, por ejemplo, el de estafa, cosa que no sería posible si se considerara que en los artículos 539 a 541 se protege también el patrimonio individual.

tante, que la ineficacia del vigente artículo 540 CP responde en gran medida a razones ajenas a una correcta configuración típica.

Tampoco constituyen instrumentos adecuados para reprimir el uso de información reservada en el mercado de valores los preceptos que nuestro Código penal dedica a regular la **revelación de secretos** (artículos 360, 367, 498 y 499) y el uso indebido de secretos e información privilegiada (artículo 368).

El artículo 360 CP castiga al “Abogado o Procurador que, con abuso malicioso de su oficio, o negligencia o ignorancia inexcusable, perjudicare a su cliente o descubriere sus secretos, habiendo tenido conocimiento de ellos en el ejercicio de su profesión”. La primera limitación obvia de este precepto con respecto a la sanción del “*insider trading*” yace en lo reducido del círculo de sujetos activos, que sólo incluye las dos categorías profesionales mencionadas, a la que se suma la que dimana de la exigencia de que se produzca la divulgación de la información reservada y previamente obtenida en el ejercicio de la profesión, de forma similar a lo que sucede con los artículos 498 y 499, como veremos a continuación (67).

En efecto, el artículo 498 sanciona al “administrador, dependiente o criado que en tal concepto supiere los secretos de su principal y los divulgare”, y el 499 al “encargado, empleado u obrero de una fábrica u otro establecimiento industrial que en perjuicio del dueño descubriere los secretos de su industria”. Ambos preceptos requieren la revelación de

(67) En sentido contrario, vid. ORTS en VIVES/ BOIX/ ORTS/ CARBONELL/ GONZÁLEZ: **Derecho Penal. Parte Especial**. 1993, cit. pág.447, quien afirma que en la conducta de descubrir los secretos del cliente “tiene cabida el utilizar o el aprovecharse del conocimiento conseguido, que no son sino formas indirectas de desvelar los secretos”.

los secretos a terceros (68), lo que obliga a descartar su aplicación, sin necesidad de entrar en más detalles, siempre que el aprovechamiento de la información reservada por parte del "insider" no vaya acompañada de la revelación de la misma a terceros (69). A esta limitación se ha de añadir la que resulta de la restricción del círculo de sujetos activos.

El artículo 367 CP, tras la reforma introducida por la LO 9/ 1991, de 22 de marzo, acoge una redacción en la que confluyen los anteriores artículos 367 y 368. Se sigue manteniendo el sentido del precepto, de forma que la idea central continúa siendo la del secreto, entendido como algo conocido por un número reducido de personas y que, por razones bien de interés general bien de interés privado, no debe trascender a terceros. Es necesario que el funcionario o autoridad tenga conocimiento del secreto por razón del oficio o cargo desempeñados, exigencia que se configura como núcleo del tipo delictivo (70).

Ahora bien, MUÑOZ CONDE ha puesto de relieve que la penalización de la revelación de secretos, oficiales o privados, por el funcionario o autoridad, no agota todas las formas

(68) En estos delitos el sujeto activo conoce el secreto, por lo que la conducta consiste exclusivamente en la divulgación, en hacerlo extensivo a terceros a los que el principal no deseaba comunicar el secreto. Cfr. CARBONELL/ GONZÁLEZ en VIVES/ BOIX/ ORTS/ CARBONELL/ GONZÁLEZ: **Derecho Penal. Parte Especial**. 1993, cit. pág.769.

(69) Cfr. MUÑOZ CONDE: **Los nuevos delitos de tráfico de influencias, revelación de secretos e informaciones y uso indebido de información privilegiada**. cit. pág.29; RODRÍGUEZ MOURULLO: **La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores ante el Derecho penal**. cit. pág.244.

(70) Lo prioritario es, para MUÑOZ CONDE: **Los nuevos delitos de tráfico de influencias, revelación de secretos e informaciones y uso indebido de información privilegiada**. cit. pág.21, la involucración de la función pública, que es ejercida incorrectamente, de forma tal que, por ejemplo, los casos de revelación del secretos del particular que el funcionario no haya obtenido por razón de su cargo deben ser tratados por otros tipos delictivos, como los recogidos en los artículos 497 a 499.

de utilización abusiva de los mismos (71). Es perfectamente concebible que el funcionario o autoridad utilice su conocimiento en beneficio propio o ajeno sin necesidad de revelarlo o descubrirlo a un tercero (72). Con respecto al “*insider trading*”, el limitado círculo de sujetos activos impide que el precepto abarque un gran número de casos.

Por último, el actual artículo 368 CP, en la redacción dada por la LO 9/ 1991, de 22 de marzo, introduce un delito de nueva planta cuyo sujeto activo es también el funcionario o autoridad que, por razón de su oficio o cargo, tiene conocimiento de un secreto o de una información privilegiada y hace uso de él obteniendo un beneficio económico. Con esta redacción se abarcan ciertos comportamientos que hasta la reforma eran impunes, pese a los esfuerzos de la doctrina por reconducirlos a otros delitos ya existentes (73). No obstante, ya a primera vista es posible observar las deficiencias que presenta con respecto a la punición del “*insider trading*” bursátil. En primer lugar, el ámbito de sujetos activos se reduce al funcionario o autoridad que conoce un secreto o información privilegiada por razón de su oficio o cargo(74), con lo que esta figu-

(71) Cfr. MUÑOZ CONDE: **Los nuevos delitos de tráfico de influencias, revelación de secretos e informaciones y uso indebido de información privilegiada**. cit. pág.25.

(72) De ahí la necesidad de incriminar la conducta hoy tipificada en el artículo 368 CP.

(73) Así, LÓPEZ PEREGRIN: **El <<insider trading>> o abuso de información privilegiada bursátil**. “AP” 1993, pág.433.

(74) No se ha seguido en este punto la dirección apuntada en el PCP de 1980 (artículo 468) o en la PANCP de 1983 (artículo 397), que establecían una pena privativa de libertad para el particular que usara la información confidencial recibida de un funcionario o autoridad. Queda abierta, eso sí, la posibilidad de castigar al particular como partícipe en el delito especial propio, aunque la doctrina apunta las ventajas de tipificar expresamente la conducta consistente en el uso de la información recibida por parte del particular (siempre que se demuestre que intentó alterar los precios que habrían de resultar de la libre concurrencia). Cfr. MUÑOZ CONDE: **Los nuevos delitos de tráfico de influencias, revelación de secretos e informaciones y uso indebido de información privilegiada**. cit. págs.32 y siguientes. Vid. las

ra se construye como un delito especial (75). No basta que la condición de funcionario o autoridad haya representado una ventaja para adquirir ese conocimiento, sino que es preciso que éste pertenezca por su misma naturaleza a la esfera de lo que el funcionario o la autoridad haya de conocer en atención a la función que tiene encomendada. De esta forma, el delito no sólo se aplica en el ámbito del mercado de valores, sino que también se extiende a todos los supuestos de uso indebido de información reservada obtenida por razón del oficio o cargo, información, por otra parte, que, si bien indudablemente inspirada en el artículo 81 LMV, se conceptúa en el párrafo 2 del artículo 368 en términos de gran amplitud, no circunscritos a la esfera conceptual del mercado de valores (76).

La conducta típica consiste en emplear la información o el secreto obteniendo un beneficio económico para sí o para un tercero. Es impune la mera transmisión. Por lo demás, el

matizaciones que realiza al respecto RODRÍGUEZ MOURULLO: **La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores ante el Derecho penal.** cit. pág.248.

(75) La introducción de un delito de uso de información privilegiada por parte de los funcionarios públicos o autoridades como el tipificado en el artículo 368 permite al Derecho penal entrar en una esfera que hasta ahora le estaba vedada, a pesar de la gravedad de ciertas conductas. En efecto, la Administración pública es un sector muy proclive a este tipo de comportamiento, como ha señalado, entre otros, BARTALENA: **L'abuso di informazioni privilegiate.** cit. págs.107 y siguiente. La situación de prevalencia en la que se encuentra el funcionario público o la autoridad frente al ciudadano puede ser aprovechada por aquéllos para lucrarse económicamente o lucrar a otros, lo que obviamente conculca los principios más elementales que deben inspirar el ejercicio de la función pública. Vid. ampliamente MUÑOZ CONDE: **Los nuevos delitos de tráfico de influencias, revelación de secretos e informaciones y uso indebido de información privilegiada.** cit. págs.28 y siguientes.

(76) Afirma GONZÁLEZ RUS: **La reforma de los delitos económicos y contra el patrimonio.** "Estudios Penales y Criminológicos" Vol. XVII, 1993-1994, pág.189, que el concepto de información privilegiada que proporciona este artículo no puede considerarse válido para el delito común de uso de información privilegiada, puesto que en aquel lo determinante es que la información se tenga exclusivamente por razón del oficio o cargo público del sujeto.

tipo que se define en el párrafo primero exige para la consumación del delito la efectiva obtención de un beneficio económico como resultado material derivado de la acción de usar la información o el secreto.

En conclusión, falta una respuesta penal adecuada en nuestro Ordenamiento jurídico penal ante las operaciones de iniciados, que sólo de un modo indirecto y tangencial pueden ser sancionadas en la actualidad, situación que ha dado origen a una relativa y preocupante impunidad. Aunque un cierto número de supuestos de “*insider trading*” pueden entenderse comprendidos en tipos delictivos ya existentes, quedan impunes otros igualmente merecedores de sanción penal. Cubrir esta laguna de punibilidad ha sido el objetivo pretendido por los artículos 281 y 282 del PCP de 1994.

IV. LOCALIZACIÓN LEGISLATIVA DEL DELITO DE USO DE INFORMACIÓN RESERVADA EN EL MERCADO DE VALORES EN LOS RECIENTES PROYECTOS DE CÓDIGO PENAL.

El delito de uso de información reservada en el mercado de valores se regula, por primera vez en España dentro del ámbito penal, en el capítulo XV del PCP de 1992, dedicado a los delitos societarios.

MUÑOZ CONDE señaló correctamente en su día que esta figura delictiva, “más que un delito societario, es un delito dirigido directamente contra la pureza del mercado de valores y en la legislación especial que regula este sector debe encontrar su adecuado encuadre, tratamiento penal y/ o administrativo” (77). Por razones en las que no creo necesario

(77) MUÑOZ CONDE: **Delincuencia económica: estado de la cuestión y propuestas de reforma.** cit. pág.12.

extenderme ahora, considero preferible la inclusión del delito de uso de información privilegiada en el Código penal. Ahora bien, no parece que sea entre los delitos societarios donde le corresponde ubicarse.

En efecto, la inclusión de este delito en el seno del capítulo XV del PCP de 1992 se explica por la circunstancia de que en el Anteproyecto del mismo año se definía como un delito societario de información privilegiada (artículo 298) (78). En el paso del Anteproyecto al Proyecto, el precepto fue objeto de cambios notables de redacción, acogiendo la crítica contenida en el Informe del CGPJ (79). De esta forma, en la nueva redacción el delito no tiene de societario “más que, parcialmente, el objeto del mismo: los títulos valores representativos de capital de sociedades” (80), sobre todo desde el momento en que el sujeto activo del delito tipificado en el artículo 305. 1 PCP de 1992 es indiferenciado, de forma opuesta a lo que establecía el Anteproyecto del mismo año, que aludía en el artículo 298. 1 a “los administradores, de hecho o de derecho, de una sociedad mercantil”, incluidos bancos y agencias de valores.

(78) En Italia, el delito de divulgación y utilización de informaciones sociales reservadas se regula entre los delitos societarios en el artículo 2622 del C.c. La doctrina suele señalar como finalidad de la incriminación la defensa del patrimonio social frente a posibles infidelidades de los titulares de los poderes de administración y control. La aplicación de esta figura delictiva depende de un doble orden de circunstancias: la información debe ser conocida exclusivamente a través de la actividad profesional y su uso supone una idoneidad lesiva de los intereses sociales.

El Proyecto Alternativo alemán regula, después del párrafo 190, dedicado a la influencia engañosa en el curso de valores, la utilización abusiva de informaciones por un “*insider*” societario (párrafo 191).

(79) Informe del CGPJ, págs.248 y siguientes. También en sentido crítico sobre la configuración del Anteproyecto de 1992, vid. MUÑOZ CONDE: **Delincuencia económica: estado de la cuestión y propuestas de reforma**. cit. págs.11 y siguiente.

(80) ARROYO ZAPATERO: **El abuso de información privilegiada en el Derecho español**. cit. pág.18.

La separación del artículo 305 con respecto a los delitos societarios se ponía además de manifiesto al comprobarse que la condición de procedibilidad recogida en el artículo 304, esto es, la exigencia de querrela de los perjudicados o del Ministerio Fiscal, no afectaba a la conducta delictiva del “*insider*”.

Por otra parte, es principalmente el análisis del bien jurídico tutelado en los delitos societarios y en el delito de uso de información privilegiada el dato que nos permite confirmar las profundas diferencias existentes entre ambos.

En conclusión, era preferible desgajar el artículo 305, referido al uso de información privilegiada, del Capítulo dedicado a los delitos societarios, constituyendo en su caso un Capítulo específico dedicado a los delitos bursátiles. Su inclusión en el Capítulo XV no tenía justificación alguna.

Ahora bien, los autores del PCP de 1994 sólo parcialmente han dado acogida a las observaciones que acabo de expresar. El delito de uso de información reservada en el mercado de valores desaparece del Capítulo XIV, destinado a regular los delitos societarios, pero no se incluye en un Capítulo destinado a los delitos bursátiles, sino que se añade como coletilla final del Capítulo XI, “De los delitos relativos a la propiedad industrial, al mercado y a los consumidores”, convertido en un verdadero “cajón de sastre”, en el que tienen cabida comportamientos muy dispares entre sí aunque con puntos en común (81).

(81) La Exposición de Motivos del PCP de 1992 advertía que en estos delitos la actuación jurídica fundamental no corresponde al Derecho penal, por lo que la intervención debía limitarse a las conductas que exceden a las previsiones administrativas o que, por su gravedad, no pueden dejarse al ámbito de la sanción administrativa.

V. ANÁLISIS DEL TIPO DE INJUSTO.

En un ámbito tan peculiar como el de la delincuencia económica es obvio que no cabe pensar en un Derecho penal del mercado de valores independiente de los intereses tutelados por el Derecho mercantil, pero aún menos puede propugnarse un Derecho penal meramente sancionatorio de ilícitos mercantiles. El Derecho penal ha de reservarse la definición del núcleo de lo prohibido, no limitándose a sancionar mecánicamente las infracciones más graves, tal y como vienen configuradas por otras ramas del Ordenamiento jurídico.

En el ámbito del delito de uso de información reservada en el mercado de valores es posible reclamar la definición completa de la materia de prohibición en los correspondientes preceptos penales, eludiendo la técnica del reenvío, aunque sólo el Derecho mercantil pueda ofrecer las bases para fijar con nitidez todos los elementos del delito. De esta forma, es exigible que se realice la descripción de los delitos de modo que recojan la esencia de lo prohibido (82), aun cuando se confíe a las leyes mercantiles la inicial definición de otros elementos normativos configuradores de la infracción que el Derecho penal no puede abarcar. Las nociones elaboradas por el Derecho privado sirven como punto de partida del proceso de interpretación, pero si de su aplicación se derivan resultados en contraste con el fin de las normas incriminadoras y con las exigencias propias del Derecho penal, el penalista no sólo puede sino que debe aportar a estos conceptos aquellas modi-

(82) Es doctrina del Tribunal Constitucional. Vid. STC 127/ 1990 de 5 de julio, que exige "... que el reenvío normativo sea expreso y esté justificado en razón del bien jurídico protegido por la norma penal; que la ley, además de señalar la pena, contenga el núcleo esencial de la prohibición y sea satisfecha la exigencia de certeza...". No obstante, sobre "la artificiosidad del concepto de "núcleo esencial" de la prohibición", vid. ampliamente GARCÍA ARÁN: **Remisiones normativas, leyes penales en blanco y estructura de la norma penal.** "EPC" XVI, 1993, págs.85 y siguientes.

ficaciones (ampliaciones o restricciones) que sean indispensables para evitar los resultados antedichos.

A este respecto, cabe afirmar que la utilización de elementos normativos y de conceptos jurídicos indeterminados constituye una característica inherente a las distintas definiciones legales del uso de información privilegiada en el mercado de valores, lo cual parece conducir hacia un análisis necesariamente casuístico de las conductas abusivas.

El esquema habitual del delito de uso de información reservada en el mercado de valores se construye habitualmente en el Derecho comparado, y ahora en el artículo 281 del PCP de 1994, sobre la prohibición de operar en el mercado con información reservada, prohibición dirigida a quienes tienen acceso reservado a la misma (83). La determinación del ámbito de sujetos activos y del significado del concepto de información reservada constituye el núcleo del estudio que efectuaré en las siguientes páginas.

Conviene tener en cuenta que la delimitación del círculo de iniciados se halla estrechamente conectada con el significado de información reservada; existe una suerte de relación inversamente proporcional entre estos dos términos, de forma que la mayor indeterminación de uno obliga a concretar más el otro (84). En nuestro Ordenamiento, como veremos, el concepto de información reservada ha sido precisado de tal forma por el pre-legislador que ha acabado por convertirse en el punto central de la regulación penal.

(83) Cfr. SANCHEZ GUILARTE/ TAPIA HERMIDA: **El abuso de información privilegiada**. cit. pág.775.

(84) Cfr. BARTULLI: **Insider trading nel diritto penale**. "Digesto delle Disc. Penalistiche" Vol. VII, 1993, pág.117. En el mismo sentido, vid. SEMINARA: **Insider trading e diritto penale**. cit. pág.135.

V. 1. Sujeto activo.

El artículo 305 del PCP de 1992 no delimitaba el ámbito de sujetos activos, de forma que podía serlo cualquier persona que dispusiera de información privilegiada referente a valores o instrumentos negociados en el mercado de valores (85). Se prescindía en dicho texto del dato de la profesionalidad del iniciado, ampliando extraordinariamente el círculo de sujetos activos mediante la incriminación de las conductas propias de los “*tippees*” o receptores del consejo (86). De esta forma, el punto crucial en la labor de individualización de los destinatarios de la prohibición se centraba en la categoría de los “*tippees*” o “*outsiders*”, puesto que el tipo penal no hacía distinción alguna entre éstos y los “*insiders*” primarios, que son quienes actúan profesionalmente en el ámbito de las sociedades emisoras (“*corporate insiders*”) (87) y del mercado de valores (“*broker-dealers*”). Se incluía dentro del ámbito de aplicación del

(85) Se producía así una considerable variación con respecto a las previsiones del Anteproyecto del mismo año, que en su artículo 298 se refería exclusivamente a los “administradores, de hecho o de derecho, de una Sociedad mercantil”.

(86) En la terminología jurídica norteamericana se habla del iniciado como “*insider*”, “*tippeer*” o emisor profesional y de los receptores del consejo (“*tip*”) como “*tippees*”, distinguiendo asimismo las figuras de los cómplices o “*aiders*” y de los inductores o “*abettors*”. Vid. más ampliamente FERNÁNDEZ ATELA: **Insider trading: evolución, doctrina y regulación en los Estados Unidos de América**. cit. pág.571; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA: **El <<Insider Trading>>**. cit. pág.1038. El término “*tippee*” comprende una numerosa categoría de sujetos, puesto que incluye a todos aquellos que, sin implicación profesional directa en la sociedad o en el mercado de valores, negocian ventajosamente con información a la que han accedido de forma más o menos casual.

(87) Vid. RIDER: **L’attività di repressione dell’insider trading in Gran Bretagna**. cit. págs.48 y siguiente; SVETCHINE: **La repressione dell’insider trading nell’esperienza francese**. cit. págs.68 y siguiente. Se incluyen habitualmente en esta categoría los socios que, por las dimensiones de su participación en el capital social, gozan de una relación especial con los administradores que les permite un mayor nivel de información; son los llamados “*beneficial owners*”.

precepto que nos ocupa incluso el “*casual tip*”, puesto que la prohibición no se circunscribía únicamente a sancionar a aquellos sujetos que eran partícipes de la violación de los deberes del “*insider*”, esto es, a los “*knowing tippees*” (88).

Parte de la doctrina penal criticó duramente esta desmesurada extensión del círculo de sujetos activos, proponiendo reducirlo a quienes, con ocasión del ejercicio de una profesión o función, están en contacto con la información privilegiada y, por tanto, se encuentran habitualmente en una posición de superioridad con respecto a la masa de inversores (89). Se considera que incriminar a aquellos sujetos que, sin vinculación profesional o empresarial con la sociedad de la que proviene la información o con el mercado de valores, se aprovechan de ella, desnaturaliza el origen y la finalidad de este delito: prohibir el uso de la información reservada o confidencial a los iniciados o “*insiders*” en sentido estricto

(88) Cfr. BARTALENA: **L’abuso di informazioni privilegiate**. cit. págs.108 y 116.

(89) Cfr., por todos, ARROYO ZAPATERO: **El abuso de información privilegiada en el Derecho español**. cit. pág.18; LÓPEZ PEREGRÍN: **El <<insider trading>> o abuso de información privilegiada bursátil**. cit. pág.442; y RODRÍGUEZ MOURULLO: **La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores**. cit. pág.248.

(90) En otro caso se podría llegar a las extralimitaciones cometidas por la jurisprudencia norteamericana, al castigar a periodistas financieros (caso *Winans*) o a simples empleados subalternos en una imprenta (caso *Chiarella*). Cfr. BERRY: **The Securities and Exchange Commission: an introduction to the enforcement of the criminal provisions of the Federal Securities Law**. “The American Criminal Law Review” 1979 (17), págs.121 y siguientes.

Algunos autores, sin embargo, han puesto de manifiesto que un sujeto activo común está en sintonía con la teoría que ve en el uso de información privilegiada un hecho lesivo del correcto funcionamiento del mercado de valores, puesto que “si el propósito de una disciplina sobre el *insider trading* consiste en tutelar al inversor no culpable y la capacidad funcional de la bolsa, no es justificable ninguna discriminación entre los grupos singulares de *insiders*”. Cfr. DINGELDEY: **Insider-Handel und Strafrecht**. Köln-Berlin-Bonn-München, 1983, págs.180 y 197 y siguiente; FELLMANN: **Rechtliche Erfassung von Insidertransaktionen in der Schweiz**. Zürich, 1981, págs.319 y siguientes; VOLK: **Strafrecht gegen Insider?** “ZHR” 1978 (142), pág.11.

(90). Y ello sin olvidar que semejante modelo de incriminación comporta costes enormes en términos económicos, puesto que obstaculiza la búsqueda de informaciones relevantes para la cotización de los valores, conduciendo de esta forma a la ineficiencia del mercado (91). Algunos autores afirman asimismo que la decisión de penalizar al “*tippee*” puede conducir a situaciones contrarias a la lógica, como sería sancionar al conductor del taxi o al barbero que escuchan una conversación entre dos financieros y utilizan la información así obtenida. Ahora bien, en España las posibilidades de disfunción a que indudablemente conduciría dicha incriminación sin límites se veía ciertamente disminuída por la exigencia típica de obtener, como consecuencia de la negociación, un resultado o provecho superior a setenta y cinco millones de pesetas (92). Es evidente que el conductor del taxi o el barbero no dispondrán, en la inmensa mayoría de los casos, de una capacidad de inversión tal que les permita la obtención de un provecho tan elevado o la causación de un perjuicio de semejante entidad.

Se observa en el Derecho comparado una tendencia bien señalada con respecto a la delimitación del sujeto activo del “*insider trading*”: si las primeras regulaciones reprimían el comercio y la especulación sobre títulos por parte de los principales accionistas, los administradores y los directivos de la

(91) Cfr. SEMINARA: **Insider trading e diritto penale**. cit. págs.132 y 175 y siguientes.

(92) Cfr. ARROYO ZAPATERO: **El abuso de información privilegiada en el Derecho español**. cit. pág.18.

Incluso en los Estados Unidos, cuyo sistema de incriminación prohíbe a “cualquier persona” el trato con información no pública (regla 10 b de la Ley de 1934), hasta el momento sólo han sido castigados el informador y la persona informada por éste originariamente, existiendo relativa incertidumbre sobre la responsabilidad de los “informadores remotos”. Cfr. FERNÁNDEZ ANTELA: **Insider trading: evolución, doctrina y regulación en los Estados Unidos de América**. cit. pág.571.

sociedad emisora (93), posteriormente se registra un proceso paulatino de ampliación bursátil o extrasocietaria de la figura del iniciado, desde el “insider” estrictamente societario hacia otras categorías de sujetos (94). De esta forma, las posibilidades teóricas de configuración del sujeto activo del delito de uso de información reservada se mueven actualmente entre un concepto estricto, que abarcaría únicamente a los iniciados societarios, un concepto intermedio que incluiría tanto a éstos como a todos aquellos que tengan acceso a informaciones reservadas por razón de su actividad profesional o empresarial, y uno amplio, que se extendería a todos los sujetos que llegaran a tener conocimiento de la información reservada, sin importar la vía de acceso utilizada (95).

Durante la elaboración de la Directiva 89/592/CEE, sobre las operaciones de iniciados, se osciló entre ambos extremos. En efecto, en un principio el objetivo de la Comisión fue limitar el campo de aplicación de la propuesta de Directiva a una lista determinada de “iniciados internos”, adoptando, pues, el concepto estricto de iniciado. Sin embar-

(93) Ya en esta etapa el control se extendió igualmente a los miembros del personal de la sociedad que dispusieran de información privilegiada sobre la evolución técnica, comercial o financiera de la misma, obtenidas en virtud de las funciones que tuvieran asignadas en dicha sociedad. Vid., por ejemplo, una exposición del proceso sufrido por el Derecho francés en BARTALENA: **L’abuso di informazioni privilegiate**. cit. págs.100 y siguientes; y GARCÍA-PITA Y LASTRES: **La normativa francesa sobre adquisición por una sociedad de sus propias acciones, con objeto de especular en Bolsa**. cit. pág.301.

(94) Como señalan SÁNCHEZ GUILARTE/ TAPIA HERMIDA: **El abuso de información privilegiada**. cit. pág.771, tal extensión del ámbito de sujetos activos encuentra su razón de ser en la evolución de la información de cara al control social, ya que a la vez que la información se dirige hacia el exterior de la sociedad emisora se extienden las posibilidades de abuso por parte de sujetos que no se hallan vinculados directamente con ella.

(95) Cfr. SEMINARA: **Insider trading e Diritto penale**. cit. pág.130. En el mismo sentido, BRICOLA: **Profili penali della disciplina del mercato finanziario**. cit. pág.51.

go, ciertos casos de operaciones con información privilegiada que tuvieron lugar en los mercados internacionales de valores mobiliarios, en concreto en Estados Unidos, el Reino Unido y Francia, evidenciaron la responsabilidad del “*tippee*” que interviene en el mercado tras haber recibido directa o indirectamente la información privilegiada a través de un iniciado primario (96). Con respecto a la incriminación de los “*tippees*”, la Directiva exige una relación, aunque sea indirecta, entre éstos y el iniciado tradicional, al prever en su artículo 4 que el origen directo o indirecto de la información privilegiada que utiliza el “*tippee*” sólo puede ser alguna de las personas mencionadas en el artículo 2, esto es, un “*insider*” clásico (97). Este requisito es también exigido en el Derecho anglosajón, en el cual se define al “*tippee*” como aquel sujeto que obtiene directa o indirectamente una información confidencial de una persona conectada con la sociedad, sabiendo o debiendo saber que la información en cuestión había sido adquirida en razón de la posición ocupada por el informador, y no habría debido ser revelada “*except for the proper perfo-*

(96) La referencia a quienes participan en el capital del emitente no figuraba en la propuesta inicial, publicada en el GUCE n. C 153, de 11 junio 1987. Dicha carencia fue considerada una grave laguna por un amplio sector doctrinal, puesto que en muchos casos son los accionistas de control quienes, a través de los administradores que ellos mismos han nombrado, abren paso a ciertas iniciativas que permiten el “*trading*”, esto es, la negociación. Vid. ampliamente SOLIMENA: **La Direttiva sull’insider trading**. “Giur. comm.” 1989, I, págs.1058 y siguiente.

(97) La Directiva distingue, de esta forma, dos tipos de sujetos iniciados: 1) Primarios: los que por su relación con la sociedad o el ejercicio de su profesión o función dispongan de información privilegiada (artículo 2. 1); 2) secundarios: los que adquieran dicha información, sabiéndolo, directa o indirectamente de alguno de los iniciados primarios (artículo 4).

Ahora bien, como es obvio, conforme la información privilegiada se va transmitiendo y alejándose de su punto de partida, el origen es más difícil de detectar, y paralelamente la tentación de beneficiarse con dicha información es mayor. Cfr. FERNÁNDEZ ATELA: **Insider trading: evolución, doctrina y regulación en los Estados Unidos de América**. cit. pág.571.

mance of the functions attaching to that position" (98). Deben concurrir, pues, dos requisitos para considerar sancionable la conducta del "tippee": por una parte, ha de tener conocimiento de que se trata de una información confidencial o privilegiada; por otra, también debe ser consciente de que la confidencia del "insider" implica una violación por parte de éste de su deber de guardar secreto (99).

De la misma forma, la solución que el Derecho comparado considera preferible es dirigir la prohibición de uso de información confidencial o privilegiada a quienes la han obtenido con ocasión del ejercicio de su profesión (100), sin que tenga importancia que el agente ocupe un cargo en la sociedad afectada, tenga con ella una relación contractual o pertenezca a la Administración. Lo que fundamenta la punición por la violación del precepto normativo es, de hecho, el aprovechamiento indebido de informaciones confidenciales obtenidas por razón de la posición o profesión desempeñada por el sujeto activo, sobre el cual recae el deber de guardar secreto (101).

Atendiendo, pues, a las tendencias actuales de la doctrina y la legislación europeas, el artículo 281 del PCP de

(98) Sobre este punto, en referencia a la Ley de 1980, vid. PRENTICE: **Companies Act 1980**. London, 1980, pág.122; ASHE: **Insider Trading**. London, 1980, pág.20.

(99) Cfr. LÓPEZ BARJA DE QUIROGA: **El <<Insider Trading>>**. cit. pág.1038. En sentido crítico, indicando que investigar sobre la fuente de la información resulta impracticable en muchos supuestos, vid. LANGEVORT: **L'appropriazione indebita di informazioni riservate: un'analisi di due recenti casi americani**. en RABITTI BEDOGNI: **Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario**. cit. págs.39 y siguiente.

(100) Vid., por todos, SEMINARA: **Insider trading e diritto penale**. cit. pág.170. Esta es también la posición adoptada tanto por la Directiva 89/592/CEE (artículo 2. 1), como por la Ley italiana de 17 mayo 1991, núm. 157 (artículo 2. 1).

(101) Cfr. SEMINARA: **Insider trading e diritto penale**. cit. págs.132 y siguiente.

1994 delimita el círculo de sujetos activos siguiendo el criterio de la profesionalidad, puesto que únicamente puede ser autor del delito quien usa o suministra a otro alguna información confidencial **a la que ha tenido acceso reservado con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial**. De esta forma se estrecha el círculo de sujetos activos, en principio ilimitado (102).

Es loable la inclusión de la actividad empresarial al lado de la profesional a la hora de delimitar el ámbito de sujetos activos (103). La sola mención del ejercicio de una actividad profesional dejaba fuera del ámbito de aplicación del precepto la conducta de aquellos sujetos que tienen acceso a la información reservada debido a la posición que gozan entre el accionariado de una sociedad o en sus órganos de gobierno, pero sin ejercer profesión alguna: accionistas mayoritarios o de control, socios “tiranos”, consejeros, secretarios del consejo, etc. (104).

El empleo de la locución “con ocasión” subraya la necesidad de que exista una relación funcional entre la activi-

(102) No se impide la inclusión entre los sujetos activos, como solicitaba el Síndico Presidente de la Bolsa de Madrid DE BENITO, opinión recogida por RODRÍGUEZ MOURULLO: **La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores ante el Derecho penal**. cit. pág.245, de cuantas personas componen la nervadura del sistema financiero: consejeros, ejecutivos y grandes accionistas de sociedades, agentes de bolsa y sus empleados, empleados y directivos de las Juntas Sindicales, jefes y empleados de cartera de Bancos, directivos y ejecutivos de Sociedades de Administración y Gestión de carteras, ejecutivos y miembros de los Consejos de Bancos oficiales, del Ministerio de Economía y Hacienda, etc.

(103) Por lo demás, absolutamente común en las legislaciones de nuestro entorno. Vid. los artículos 2 de la Directiva 89/592/CEE y 2 de la Ley italiana de 17 mayo 1991, núm.157. Vid. no obstante la postura crítica sostenida por RIDER: **L'attività di repressione dell'insider trading in Gran Bretagna**. cit. pág.49.

(104) Ya las primeras regulaciones del “insider trading” partían de una visión realista y extensiva de quienes son los posibles iniciados, incluyendo estas categorías. Cfr. SÁNCHEZ GUILARTE/ TAPIA HERMIDA: **El abuso de información privilegiada**. cit. pág.770.

dad profesional o empresarial ejercida y la toma de conocimiento de la información reservada, evitándose así incluir en el tipo a quienes obtienen una información privilegiada fuera del ejercicio de una actividad “interna”, y por tanto de una forma puramente casual (105).

No cabe duda que existen ciertas clases o categorías de sujetos especialmente proclives al uso de la información reservada. Así, los miembros de las instituciones bancarias y bursátiles se hallan en una posición particularmente comprometida, puesto que de forma habitual tienen acceso a una gran cantidad de información que puede ser considerada como privilegiada o confidencial (106). De hecho, la política legislativa represora del “*insider trading*” se dirige fundamentalmente, en casi todos los países, a estos sujetos considerados fuentes habituales de información privilegiada, que son quienes actúan profesionalmente en el ámbito de las sociedades emisoras, de los bancos y del mercado bursátil (107). En el ámbito anglosajón la experiencia demuestra que ciertos intermediarios, y con especial énfasis los “*investment banks*”, son los principales iniciados, sobre todo en el mercado de las OPAs, dato que es trasladable al ámbito continental. Ante esta realidad, las propias entidades se han visto obligadas a tomar medidas con el fin de restringir la circulación interna de infor-

(105) Cfr. BARTULLI: *Insider trading nel diritto penale*. cit. pág.118. Vid. ampliamente SEMINARA: *Insider trading e diritto penale*. cit. págs.133 y siguientes.

(106) Vid. TUNC: *La lutte contre les opérations d'initiés. Neuf ans d'expérience*. en *Études offertes a René Rodière*. París, 1981, pág.339. Pensemos, por ejemplo, en un banco que recibe el mandato de un cliente de asistirle en su proyecto de toma de control de una sociedad. En ejecución del encargo, el banco adquiere por cuenta del cliente un importante paquete de acciones. Ahora bien, el banco también adquiere por su propia cuenta acciones de la sociedad durante el período de tiempo en el que el proyecto de toma de control no es conocido por el público, obteniendo importantes beneficios al subir posteriormente la cotización de las acciones.

(107) Cfr. TAPIA HERMIDA: *Responsabilidad de los intermediarios financieros en los Estados Unidos*. “RDBB” núm.29, 1988, pág.238.

maciones y garantizar la salvaguardia de la confianza que sus clientes depositan en ellas.

Pero no sólo las instituciones bancarias y bursátiles son criaderos de iniciados. Actualmente, como ponen de relieve SANCHEZ GUILARTE y TAPIA HERMIDA (108), el hecho de que tanto organizaciones de carácter público como de carácter privado asuman en medida creciente decisiones susceptibles de influir en el mercado de valores hace que tanto en la Administración pública como en empresas financieras o de otra naturaleza puedan existir “traficantes comerciales”.

También los periodistas pueden conocer anticipadamente, retener o retrasar noticias de carácter financiero que debieran ser hechas públicas, aprovechando la situación para operar en el mercado o comunicar la información a terceros con el fin de que éstos la utilicen.

Es preferible, en aras del principio de intervención mínima, que el delito de uso de información reservada se configure como un delito especial en sentido estricto. Sólo las personas que incumplan la lealtad exigida en una determinada relación profesional deben ser sujetos activos de este delito, descartando de esta forma la tendencia a incriminar a aquellos terceros que, sin vinculación profesional o empresarial con la sociedad de la que proviene la noticia reservada o con el mercado de valores, se aprovechan de la información. Es ésta, además, la posición que mayoritariamente se observa tanto en la legislación comparada como en las propuestas de la doctrina, según ya he tenido ocasión de señalar. Aun cuando se advierta la tendencia a operar con un concepto amplio de iniciado, se parte siempre de la base de una relación funcional, profesional o laboral (109).

(108) SÁNCHEZ GUILARTE/ TAPIA HERMIDA: **El abuso de información privilegiada**. cit. pág.771.

(109) Vid. sobre las dificultades de precisar el ámbito de sujetos activos, GALLI: **Insider trading: un primo commento**. cit. págs.933 y siguientes.

En conclusión, la prohibición de uso de información reservada afecta a los administradores y directivos, accionistas mayoritarios, empleados de la Administración, de la Bolsa, así como a cualquier persona que obtenga una información confidencial con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial. Y es que extender el castigo a aquellos sujetos que, sin conexión con el ejercicio de una actividad profesional o empresarial, se aprovechan de una información que llega a su conocimiento no puede justificarse (110). Los sujetos no vinculados profesionalmente son por completo libres de utilizar la información, cuando menos a efectos del Derecho penal, lo cual no obsta a que exista una obligación de carácter no penal que obligue a abstenerse de su uso, como sucede en nuestro Ordenamiento (111).

El inciso “o por persona interpuesta” permite cubrir todas las operaciones realizadas a través de fiduciarios y hombres de paja (112), sancionando al sujeto que toma la decisión y no a quien actúa en una función puramente ejecutiva de las órdenes de un tercero (113).

(110) Vid. no obstante, entre otros, FORSTMOSER: **Strafrechtliche Erfassung von Insidermissbräuchen?** “Schweiz. Aktienges.” 1977 (49), pág.19; SCHWARK: **Insider-Geschäfte auf dem Wertpapiermarkt.** “Der Betrieb” 1971, pág.1606; ULSENHEIMER: **Insider-Informationen (Missbrauch von).** en KREKELER, K./ TIEDEMANN, K./ ULSENHEIMER, G.: **Handwörterbuch des Wirtschafts- und Steuerstrafrechts.** Köln, 1985, pág.2; VOLK: **Strafrecht gegen Insider?.** cit. pág.11.

(111) Cfr. GONZÁLEZ CUSSAC: **El abuso de información privilegiada.** cit. pág.144.

(112) Cfr. GALLI: **Insider trading: un primo commento.** cit. pág.938.

(113) Vid. MUSCO: **I reati di insider trading.** cit. pág.337; PEDRAZZI: **Riflessioni sull’insider trading in ambito corporativo.** “Riv. soc.” 1991, II, págs.1662 y siguiente.

V. 2. El objeto material.

V. 2. 1. El concepto de “información reservada”.

El principio de intervención mínima obliga a precisar taxativamente qué se entiende por información reservada y las materias sobre las que recae (114), puesto que el ámbito objetivo potencial de las operaciones de iniciados es muy amplio (115).

El análisis del concepto de “información reservada”, aparte su importancia intrínseca, tiene un relieve añadido desde el momento en que la notable extensión del círculo de sujetos que pueden ser considerados como iniciados convierte este elemento en un dato no demasiado significativo para determinar el ámbito de aplicación del delito (116). La atención se desplaza de esta forma hacia el objeto material de la acción: la información reservada. Su delimitación constituye, no obstante, un problema técnico de difícil solución (117), que ha recibido soluciones de diverso signo en el Derecho comparado (118).

(114) Cfr. RODRÍGUEZ MOURULLO: **La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores**. cit. pág.248. En el mismo sentido, vid. BRICOLA: **Profili penali della disciplina del mercato finanziario**. cit. págs.51 y siguiente.

(115) Cfr. SÁNCHEZ GUILARTE/ TAPIA HERMIDA: **El abuso de información privilegiada**. cit. pág.773.

(116) Cfr. SÁNCHEZ GUILARTE/ TAPIA HERMIDA: **El abuso de información privilegiada**. cit. pág.772. Vid. también BARTULLI: **Insider trading nel diritto penale**. cit. pág.120.

(117) Vid. SEMINARA: **Insider trading e diritto penale**. cit. págs.200 y siguiente.

(118) Así, mientras que en Estados Unidos el problema se resuelve por la noción de “*material fact*”, esto es, cualquier noticia que pueda influir sobre la decisión de los operadores, en Francia queda muy indeterminado, al exigirse sólo que afecte a la marcha técnica, comercial y financiera de una sociedad (Ley de 23 de octubre de 1970), a las perspectivas o a la situación contingente de un emisor de títulos o a las perspectivas de evolución de un valor mobiliario (Ley núm. 83-1, de 3 de enero de 1983, que ha ampliado la

Como ha puesto de relieve la doctrina, la información ha de reunir al menos tres características para ser considerada como privilegiada:

a) Que sea una información desconocida del público, en el sentido de que su posesión represente un privilegio. El fundamento de esta característica es obvio: el conocimiento de la información por parte de un cierto número de operadores (119) determina normalmente la adecuación de los precios que de tal información pueden derivarse, neutralizando de esta forma la posición de ventaja de quien la posee. En este caso la información debe considerarse “disponible al público”, aun cuando no haya sido objeto de formas particulares de publicidad o bien no haya sido conocida efectivamente por el inversor (120). Y ello en tanto en cuanto el acento debe ponerse más sobre la “accesibilidad” que sobre la mera “publicidad” de la información (121), si se desea una

definición), o incluso a las perspectivas de evolución de un contrato a término negociable. Cfr. GONZÁLEZ CUSSAC: **El abuso de información privilegiada**. cit. pág.143; SVETCHINE: **La repressione dell’insider trading nell’esperienza francese**. cit. pág.70.

(119) Por ejemplo, agentes de cambio, bancos, inversores institucionales. Vid. SVETCHINE: **La repressione dell’insider trading nell’esperienza francese**. cit. pág.72.

(120) Cfr. SOLIMENA: **La direttiva sull’insider trading**. cit. pág.1055. Y es que no toda información desconocida para el público es necesariamente una información privilegiada. Cfr. en este sentido IZQUIERDO: **Los mercados de valores en la CEE (Derecho Comunitario y adaptación al Derecho Español)**. Madrid, 1992, pág.144.

(121) En este sentido, vid. GALLI: **Insider trading: un primo commento**. cit. págs.958 y siguiente; INSOLERA: **Riflessioni in tema di insider trading**. cit. pág.455; SEMINARA: **Riflessioni in margine al disegno di legge in tema di insider trading**. cit. pág.555; del mismo autor: **Insider trading e diritto penale**. cit. págs.216 y siguiente. En contra, vid. por todos MAZZA: **La repressione dell’insider trading nel quadro della tutela del mercato azionario**. “BBTC” 1988, I, pág.689. El Parlamento europeo propuso en su momento la introducción en el Proyecto de Directiva de un precepto del siguiente tenor: “la publicación comporta la efectiva divulgación de informaciones reservadas de forma que sean accesibles a los inversores”. Pese a

normativa efectiva. Se trata no tanto de una información no publicada cuanto de una información **no accesible** a la generalidad del público. Aparece aquí uno de los aspectos más delicados de toda la problemática del “*insider trading*”: determinar qué grado de difusión debe tener la información para poder ser considerada accesible y, por tanto, no confidencial o privilegiada (122).

Al mencionar el tipo penal el ejercicio de actividades profesionales o empresariales que ofrecen la ocasión de acceder a la información reservada amplía de forma extraordinaria el ámbito de posibles sujetos activos, que deberá ser restringido a través de una interpretación ponderada no sólo de la cláusula en cuestión, sino también de la finalidad de la prohibición del uso de información reservada en el mercado de valores.

En ciertas circunstancias temporales se incrementa el peligro potencial de aparición de conductas de uso de información confidencial o reservada. En este sentido destacan los momentos preparativos y ejecutivos de las OPAs. La circunstancia de que la OPA consista en un procedimiento de transmisión de títulos cuyo mercado normal se ve afectado, permite que sean escenario de una amplia gama de engaños a los accionistas por parte de los administradores, que abusan preci-

que la propuesta no fructificó, resulta altamente significativa en cuanto denota la tendencia a concebir la igualdad de posiciones en términos meramente **formales**. Cfr. BARTALENA: **L'abuso di informazioni privilegiate**. cit. pág.87, nota núm.11. Sobre la redacción final, en la que se pone el acento en la cognoscibilidad de la información y no tanto en su conocimiento efectivo, vid. CARCANO: **La direttiva CEE sull'«insider trading»**. “Riv. soc.” 1989, pág.1032.

(122) Cfr. BARTALENA: **L'abuso di informazioni privilegiate**. cit. págs.122 y siguientes; del mismo autor: **Insider Trading**. cit. pág.259; LOPEZ PEREGRIN: **El «insider trading» o abuso de información privilegiada bursátil**. cit. pág.438. Vid. ampliamente GALLI: **Insider trading: un primo commento**. cit. págs.957 y siguientes; SEMINARA: **Insider trading e diritto penale**. cit. págs.214 y siguientes.

samente de la información privilegiada o confidencial de que gozan por razón de su posición en el órgano de gestión de la sociedad. En efecto, el principio fundamental del procedimiento de la OPA exige que todos los accionistas reciban el mismo precio por sus acciones, principio que sería violado si los administradores pueden negociar impunemente ventajas suplementarias actuando como iniciados (123).

b) Que la información se refiera a cualquier clase de valores o instrumentos negociados en algún mercado organizado, oficial o reconocido. Con esta nota se excluye del concepto que analizamos la información que tenga por objeto únicamente una “*market information*”, esto es, las “informaciones de carácter general relativas a aspectos de la vida económica o política del país” (124). La información existente en el mercado de valores puede tener como objeto tanto hechos internos a la sociedad emitente (la “*corporate information*”) como hechos externos a la misma en grado de influir sobre la cotización de los valores (la “*market information*”) (125). En la legislación comparada constituye una exigencia común la de

(123) Cfr. CACHÓN BLANCO: **Derecho del Mercado de Valores. Vol. II.** cit. pág.310.

(124) Cfr. SOLIMENA: **La direttiva sull’insider trading.** cit. págs.1058 y siguiente. Vid. ampliamente SEMINARA: **Insider Trading e Diritto penale.** cit. págs.175 y siguientes. A juicio de DE BENITO, es indispensable que se incluyan como informaciones confidenciales también las informaciones de mercado o sobre parámetros que tienen mucho que ver con el mercado, como normas fiscales especiales sobre banca, sobre sectores cotizados, etc. Opinión recogida por RODRÍGUEZ MOURULLO: **La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores.** cit. pág.245. En contra, vid. por todos BARTULLI: **Insider trading nel diritto penale.** cit. pág.121; LÓPEZ PEREGRIN: **El <<insider trading>> o abuso de información privilegiada bursátil.** cit. pág.438; SÁNCHEZ GUILARTE/ TAPIA HERMIDA: **El abuso de información privilegiada.** cit. págs.773 y siguiente.

(125) Vid. por todos GALLI: **Insider trading: un primo commento.** cit. págs.959 y siguiente, nota núm.116; SEMINARA: **Riflessioni in margine al disegno di legge in tema di insider trading.** cit. pág.555; del mismo autor: **Insider trading e diritto penale.** cit. págs.175 y siguientes.

comprender en el concepto de información reservada únicamente aquella que se refiera a las sociedades emisoras y a los valores mobiliarios (126).

c) Que por su naturaleza sea relevante para la cotización de los valores o instrumentos en cuestión (127). Entiendo que la exigencia de que la información sea relevante para la cotización de los valores o instrumentos no supone que en el caso concreto se deba haber producido una efectiva alteración de la cotización. La prueba de la relación de imputación objetiva entre la utilización de información privilegiada y el cambio en la cotización del valor objeto de la información plantea gravísimos problemas que conviene evitar (128). La dicción literal del precepto permite, además, la interpretación en este sentido, considerando que se alude a la potencialidad de la información para influir sobre la cotización de los valores, de forma que no resulta excluida esta nota por el hecho de que, en el caso concreto, no se haya verificado un cambio efectivo

(126) Cfr. BARTULLI: **Insider trading nel diritto penale**. cit. pág.121; SOLIMENA: **La direttiva sull'insider trading**. cit. pág.1059 y nota núm.18. Más ampliamente *infra*.

(127) En el Derecho comparado se manifiesta de distintas formas la nota de la relevancia: en Italia, se exige que la información sea "... idonea ad influenzarne sensibilmente il prezzo" de los valores mobiliarios a que se refiera (artículo 3 de la Ley de 17 de mayo de 1991, núm.157); en sentido semejante, el artículo 2 de la Directiva 89/592/CEE. La sección 10 del "*Companies (Securities Insider Dealing) Act*" inglés de 1985 señala que es información privilegiada aquella que "*is not generally known to those persons who are accustomed or would be likely to deal in those securities but which would if it were generally known to them be likely materially to affect the price of those securities*". La regulación francesa, por su parte, no exige específicamente la cualidad de "*price-sensitive*" de la información (vid. sin embargo el artículo 1 del Reglamento núm. 90-08, de 17 de julio de 1990). En Alemania se afirma que "las informaciones reservadas consisten en informaciones... que pueden influir sobre el curso de los títulos" (parágrafo 2. 3 del "*Insiderhandels-Richtlinien*").

(128) Vid. ampliamente SEMINARA: **Insider trading e diritto penale**. cit. págs.201 y siguientes.

en la cotización (129). La concurrencia de esta característica de la información reservada se debe determinar, en fin, desde una perspectiva *ex ante*, que permita valorar la idoneidad de la información para influir en la cotización de uno o varios valores (130).

Aun entendiendo que no es precisa la influencia efectiva sobre la cotización de los valores objeto de la información, esta exigencia de la relevancia constituye el punto débil de la definición de información reservada, cuyas consecuencias no dejarán de hacerse notar en el plano de la aplicación judicial (131).

No se puede precisar más el concepto de información reservada. Una mayor concreción ha de ofrecerse únicamente después de un atento análisis de las circunstancias de cada caso particular.

(129) En el mismo sentido, interpretando la regulación italiana, vid. BARTULLI: **Insider trading nel diritto penale**. cit. págs.120 y siguiente; GALLI: **Insider trading: un primo commento**. cit. págs.956 y siguiente; ZANALDA: **Trasparenza: informazione obbligatorie (bilancio, comunicazioni sociali, CONSOB), "insider trading" e responsabilità penale**. en CARACCIOLI (a cura di): **Rischi penali dell'imprenditore**. Milano, 1991, pág.217.

(130) Cfr. BARTALENA: **L'abuso di informazioni privilegiate**. cit. págs.126 y siguientes; SEMINARA: **Insider trading e diritto penale**. cit. pág.203; ZANALDA: **Trasparenza**. cit. pág.217. La jurisprudencia norteamericana determina la relevancia ("*materiality*") de la información a través de la importancia que un "*reasonable man*" le otorgaría en sus propias decisiones de inversión. Vid. por todos JACOBS: **The Impact of Rule 10b-5**. New York 1978, Vol. V, págs.3 y siguientes; PAINTER: **The Federal Securities Code and Corporate Disclosure**. Charlottesville, 1979, págs.168 y siguientes.

(131) Cfr. BARTULLI: **Insider trading nel diritto penale**. cit. pág.121. Vid. las matizaciones efectuadas por SÁNCHEZ GUILARTE/TAPIA HERMIDA: **El abuso de información privilegiada**. cit. pág.774.

V. 2. 2. Concepto de “valores o instrumentos negociados”.

La construcción del concepto de información reservada no está completa si no se hace referencia al objeto de la información (132). El material informativo de que dispone un iniciado se compone básicamente de hechos y de juicios relativos a valores, a las entidades emisoras de los mismos y a operaciones bursátiles. Ahora bien, la doctrina distingue entre una información directa, referida a los valores y a las entidades emisoras, y un volumen informativo de carácter indirecto, constituido por juicios e informaciones sobre operaciones y coyuntura bursátil en general (133). Se observa también en este punto una tendencia expansiva en las legislaciones mercantiles europeas y comunitaria, que ha llevado a considerar información privilegiada o confidencial no sólo la referida a sociedades emisoras y valores, sino también las informaciones sobre el mercado e, incluso, las relativas a otros elementos íntimamente relacionados con el mismo (134).

(132) Cfr. RODRÍGUEZ MOURULLO: **La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores**. cit. págs.248 y siguiente.

(133) Vid. *supra* las consideraciones efectuadas en torno a los conceptos de “*corporate information*” y “*market information*”. El uso de información confidencial relativa a la segunda categoría, las informaciones sobre el mercado, se conoce como “*scalping*”. Vid. sobre estas distinciones, con mayor amplitud, SEMINARA: **Riflessioni in margine al disegno di legge in tema di insider trading**. cit. pág.555.

(134) Cfr. SÁNCHEZ GUILARTE/ TAPIA HERMIDA: **El abuso de información privilegiada**. cit. pág.773. En el ámbito de la Directiva 89/592/CEE se considera información privilegiada toda información general susceptible de influenciar la cotización de alguno o incluso todos los valores mobiliarios, aunque no se refiera a un emisor o a un valor determinado, como por ejemplo informaciones sobre modificaciones de los tipos de descuento o sobre variaciones en la fiscalidad empresarial. Cfr. GODANO: **La direttiva comunitaria sull’<<Insider trading>>**. “Foro it.” 1990, IV, pág.43; IZQUIERDO: **Los mercados de valores en la CEE**. cit. pág.145; SEMINARA: **Riflessioni in margine al disegno di legge in tema di insider trading**. cit. pág.555.

No es ésta la opción seguida por el artículo 281 del PCP de 1994. El tipo regula de forma expresa el objeto de la información reservada, de manera que sólo se considera tal la “relativa a cualquier clase de valores o instrumentos negociados en cualquier mercado organizado, oficial o reconocido”. Corresponde entonces analizar el alcance de dichos elementos normativos, con el fin de precisar el ámbito de aplicación del delito.

El concepto de “valor” es un concepto jurídico indeterminado (135). En efecto, no existe una definición legal en el Derecho mercantil de “valor”, siendo así que la LMV se limitó a acuñar el término como categoría más amplia que la de título-valor, pero sin ofrecer una definición. En su Exposición de Motivos se hace referencia a las características de los valores pero éstos no son definidos, aunque los valores y su mercado son el objeto de regulación de la propia Ley.

Con base en la regulación de la LMV sobre valores negociables trataré de precisar el concepto, teniendo en cuenta que “podrán representarse por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos” (artículo 5 LMV).

Los valores destinados al mercado de capitales han sido denominados tradicionalmente valores mobiliarios, esto es, títulos-valores emitidos en serie, con igualdad de características y derechos entre los títulos de la misma serie o clase, y esencialmente negociables. La Directiva 89/592/CEE ofrece una definición del concepto “valores mobiliarios” en su artículo 1, que viene dada por categorías, de forma que pueda abarcar los instrumentos financieros que en el futuro sean creados por la inventiva de los operadores.

En la legislación española, el artículo 2 del Real Decreto 291/ 1992, de 27 de marzo, señala que tendrán la considera-

(135) Conviene tener en cuenta que la utilización de conceptos jurídicos indeterminados constituye una característica inherente a las distintas definiciones legales del uso de información reservada.

ción de valores negociables una serie de categorías que específica (136), excluyendo otras (137).

Son, pues, tanto las obligaciones emitidas en sus distintas modalidades (obligaciones propiamente dichas y las distin-

(136) Son las siguientes:

a) Las acciones de SA y las cuotas participativas de Cajas de Ahorros y de la Confederación Española de Cajas de Ahorros, así como cualesquiera valores, tales como derechos de suscripción, "warrants" u otros análogos, que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición.

b) Las obligaciones y valores análogos representativos de partes de un empréstito, emitidos por personas o entidades privadas o públicas, ya sean con rendimiento explícito o implícito, los que den derecho directa o indirectamente a su adquisición, así como los valores derivados que den derecho sobre uno o más vencimientos de principal o intereses de aquéllos.

c) Las letras de cambio, pagarés, certificados de depósitos o cualquier instrumento análogo, salvo que sean librados singularmente y, además, deriven de operaciones comerciales antecedentes que no impliquen captación de fondos reembolsables del público.

d) Las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias.

e) Las participaciones en fondos de inversión de cualquier naturaleza.

f) Cualquier otro derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea la denominación que se le dé, que por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera. En particular, se entenderán incluidos en el presente apartado las participaciones o derechos negociables que se refieran a valores o créditos.

(137) No se considerarán valores negociables:

a) Las participaciones en SRL.

b) Las cuotas de los socios de sociedades colectivas y comanditarias simples.

c) Las aportaciones al capital de las sociedades cooperativas de cualquier clase.

d) Las cuotas que integran el capital de las sociedades de garantía recíproca.

e) Las acciones de las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores y de los demás organismos rectores de mercados secundarios organizados, de la Sociedad de Bolsas y del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, así como las cuotas asociativas de la Confederación Española de Cajas de Ahorro.

tas clases de bonos, simples y convertibles) como las acciones de sociedades, los títulos de la Deuda Pública en sus diversas modalidades, las cédulas y bonos hipotecarios, derechos de suscripción, participaciones en Fondos de inversión, etc. (138). En los últimos tiempos han pasado a negociarse también en el mercado de valores otros títulos-valores cuya regulación legal prevé emisiones individuales, como es el caso de las letras de cambio y pagarés. Estos títulos formarán parte del mercado de valores cuando incorporen el derecho a un pago aplazado de dinero, cuya emisión o adquisición responda a una operación financiera, esto es, a un pago en dinero a la entidad o persona que emite o transmite el título (139). Si no es así quedan fuera del mercado, no siendo aplicable a ellos el delito de uso de información reservada, puesto que los títulos valores aislados, con independencia de su posibilidad de transmisión directa entre dos partes, no dan pie a mercados organizados en los que puedan ser negociados (140).

Ya por último, conviene advertir que la expresión utilizada en el artículo 281 del PCP de 1994 para referirse al objeto de la información reservada (valores o instrumentos negociados) amplía extraordinariamente el ámbito de aplicación del precepto (141). En efecto, aunque es posible delimitar el término “valores”, la expresión “instrumentos negociados” es amplísima. Se alude con ella a los instrumentos financieros, que se caracterizan simplemente por la incorporación de derechos económico-financieros y la negociabilidad en mercados organizados (142). Considero que su introduc-

(138) Cfr. NIETO CAROL: **El mercado de valores**. cit. pág.500.

(139) Cfr. BERCOVITZ: **El Derecho del mercado de capitales**. cit. pág.91.

(140) Cfr. CACHÓN BLANCO: **Derecho del Mercado de Valores**. Vol. I. cit. págs.124 y siguiente.

(141) A favor de esta ampliación, vid. GALLI: **Insider trading: un primo commento**. cit. pág.930.

(142) Cfr. CACHÓN BLANCO: **Derecho del Mercado de Valores**. Vol. I. cit. pág.146, en especial nota núm.93. A ellos parece aludir, además, el

ción como objeto de la información reservada es correcta, puesto que la continua proliferación de instrumentos financieros crea nuevas oportunidades de uso de información reservada (143), no resultando práctico efectuar una diferenciación entre los varios títulos que pueden constituir el objeto de la conducta ilícita.

La expresión “negociados” no es equivalente a “admitidos a cotización oficial” (144), lo cual es lógico desde el momento en que se incrimina el uso de información reservada en todo tipo de mercados, oficiales o reconocidos, siendo así que estos últimos no precisan del trámite de admisión a cotización oficial. “Valores negociados” son únicamente los susceptibles de negociación a través de un mercado organizado, sea éste oficial o meramente reconocido (145).

apartado f) del artículo 2 del Real Decreto 291/ 1992, al mencionar “cualquier otro derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea la denominación que se le dé, que, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera”.

(143) Cfr. en este sentido SEMINARA: **Insider trading e diritto penale**. cit. págs.239 y siguientes. Vid. también FITZGIBBON: **What Is a Security? A Redefinition Based on Eligibility to Participate in the Financial Markets**. “Minn. Law Rev.” 1980, págs.918 y siguientes; SCHWARK: **Insider-Geschäfte auf dem Wertpapiermarkt**. “Der Betrieb”, 1971, pág.1606.

(144) En el ámbito de la negociación oficial existen autoridades competentes que toman la decisión expresa acerca de las condiciones de admisión. De conformidad con este punto de vista formal (adoptado por la Directiva 79/279/CEE, de 5 de marzo de 1979, relativa a la coordinación de las condiciones para la admisión de valores a cotización oficial en una bolsa de valores, DOCE núm. L 66/ 21, de 16 de marzo de 1979), la admisión a cotización oficial queda claramente definida en cada uno de los Estados miembros. Sobre la legislación española en la materia, vid. por todos IZQUIERDO: **Los mercados de valores en la CEE**. cit. págs.73 y siguientes; NIETO CAROL: **El mercado de valores**. cit. págs.509 y siguientes.

(145) Cfr. en este sentido CACHÓN BLANCO: **Derecho del Mercado de Valores. Vol. I**. cit. pág.131; y NIETO CAROL: **El mercado de valores**. cit. pág.497.

Es en la propia naturaleza de los valores donde reside la razón fundamental que justifica la necesidad de garantizar un grado de información suficiente e igualitaria en el mercado, puesto que los bienes que en él se negocian no tienen un valor ínsito en ellos mismos, sino únicamente derivado de su relación con la entidad emisora (146). La información es necesaria por la dependencia de la efectividad del disfrute de estos bienes respecto del proyecto de futuro en que consiste el proceso económico que incorporan (147).

V. 2. 3. Concepto de “mercado organizado, oficial o reconocido”.

La referencia típica a cualquier mercado organizado, oficial o reconocido, constituye un concepto jurídico indeterminado que debe ser dotado de significado a través del Derecho mercantil.

La expresión “mercado organizado” hace referencia a la existencia de unas reglas públicas y uniformes de contratación y de mecanismos para la compensación multilateral y liquidación estandarizada de las operaciones contratadas en los mismos (148).

(146) Se afirma que una de las principales características del mercado bursátil es la carencia de valor intrínseco de los bienes objeto de transacción, lo que obliga a someter a la exigencia de transparencia no sólo los precios y el volumen de operaciones, sino también un conjunto de circunstancias de carácter general sobre las entidades emisoras de los títulos negociados, desde el momento que los inversores están privados de las referencias habituales en otros mercados. Cfr. SÁNCHEZ GUILARTE/ TAPIA HERMIDA: **El abuso de información privilegiada**. cit. pág.763.

(147) Cfr. SÁNCHEZ GUILARTE/ TAPIA HERMIDA: **El abuso de información privilegiada**. cit. pág.763.

(148) SÁNCHEZ ANDRES: **La reforma del mercado de valores español: algunas claves orientadoras**. “RDBB” núm.37, 1990, pág.14. La Directiva 89/592/CEE exige que los mercados en cuestión sean, como mínimo, reconocidos.

El carácter “oficial” se superpone a la simple organización privada, contractual o de hecho, a la que aporta una mayor dimensión institucional, nutrida de un reconocimiento normativo. Aporta algo más que debe vincularse a la técnica de supervisión y vigilancia de dichos mercados. En los de carácter oficial esta función se confía a instancias definidas de tipo institucional, mientras que en los simplemente organizados permanecerá en los términos de autorregulación que hayan establecido los propios operadores que sustentan y organizan el mercado de referencia (149). La Directiva 93/22/CEE, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables, utiliza y define un concepto que se puede asimilar al de mercado “oficial”, y es el de “mercado reglamentado”, entendiendo por tal un mercado donde se negocian los instrumentos financieros contemplados en la Sección B de la Directiva y caracterizado por una serie de notas (artículo 1. 13 (150)). Los mercados regulados extrabursátiles,

(149) Cfr. SÁNCHEZ ANDRÉS: **La reforma del mercado de valores español**. cit. pág.14. Para NIETO CAROL: **El mercado de valores**. cit. pág.87, el carácter “oficial” hace referencia a que el mercado da origen a un precio oficial o de cotización, y sirve así para distinguirlo de los mercados no oficiales paralelos en los que el precio sólo sirve de base a una transacción entre partes.

(150) Son las siguientes: funcionamiento regular; las disposiciones que definen las condiciones de funcionamiento y acceso al mercado son establecidas o aprobadas por las autoridades competentes; las condiciones de admisión a la negociación son las determinadas por la Directiva 79/279/CEE y, cuando ésta no sea aplicable, las que debe cumplir el instrumento financiero correspondiente; se le aplican las obligaciones de declaración y transparencia establecidas en los artículos 20 y 21 de la Directiva; está incluido en una lista elaborada por el Estado miembro de origen y comunicada a los demás Estados miembros y a la Comisión. Vid. ABELLA SANTAMARÍA: **La Directiva relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables y la LMV**. “RDBB” núm.53, 1994, pág.69, quien observa que la LMV no utiliza este concepto de mercado regulado o reglamentado, sino el de mercado secundario oficial de valores. Habrá de adoptarse por tanto la definición que figura en la Directiva, sustituyendo la distinción actual entre mercados oficiales y no oficiales por la de mercados reglamentados y no reglamentados.

denominados en expresión gráfica “*face-to-face markets*”, se caracterizan porque las condiciones en las que han de llevarse a cabo las operaciones en dichos mercados son fijadas directamente por las partes interesadas, además de que las transacciones se realizan de las más diversas formas (151). En España, el funcionamiento de los mercados secundarios organizados no oficiales (152) de ámbito nacional requiere autorización ministerial previa (153).

Desde el punto de vista económico se distinguen tres mercados organizados, con base en la delimitación de las operaciones financieras que, establecida por la OCDE, aplica el Banco de España al elaborar la contabilidad financiera (154).

El mercado de dinero, en sentido estricto, es el mercado de activos de caja, que se refiere a la negociación de depósitos transferibles entre instituciones financieras. Puede ser considerado como uno de los mercados integrantes del mercado monetario (155).

(151) Por ejemplo, a través de instituciones del propio mercado financiero, o de distintos intermediarios financieros, como las sociedades y agencias de valores, sociedades mediadoras, transacciones telefónicas, etc.

(152) La distinción entre mercados oficiales y no oficiales carece de sentido en el mercado primario. Cfr. CACHÓN BLANCO: **Derecho del Mercado de Valores. Vol. I.** cit. pág.61.

(153) Otorgada por el Ministerio de Economía y Hacienda. Vid. artículo 77 LMV, modificado por Ley de 29 de junio de 1990, sobre Presupuestos para 1990. Actualmente sólo existe como mercado secundario no oficial autorizado el mercado AIAF, al cual le fue otorgada dicha condición mediante Orden de 1 de agosto de 1991. Otros, como los mercados MOFEX, dedicado a opciones, y MEFFSA, dedicado a futuros financieros, fueron elevados oportunamente a la condición de mercados secundarios oficiales, tras un proceso de integración.

(154) Vid. TRUJILLO DEL VALLE/ CUERVO-ARANGO: **El sistema financiero español.** Barcelona, 1985, pág.32.

(155) Vid. CUERVO GARCÍA/ PAREJO SÁIZ/ RODRÍGUEZ SAIZ: **Manual de Sistema Financiero.** Barcelona, 1987, pág.115. De hecho, en la doctrina mercantilista se ha impuesto una clasificación bipartita que distingue básicamente entre el mercado monetario, que incluye el de dinero, y el

El mercado monetario es el “conjunto de mercados en los que se intercambian activos financieros caracterizados por su corto plazo de amortización, elevada liquidez y bajo riesgo” (156). Este mercado se caracteriza por el hecho de que se trata de un conjunto de mercados al por mayor, en el sentido de que, casi sin excepción, los participantes son grandes instituciones financieras o empresas industriales. En concreto, en el mercado monetario se negocian pagarés del Tesoro, pagarés de empresa y bancarios, letras de cambio, certificados de depósito, bonos bancarios de caja y de tesorería, bonos y cédulas hipotecarios y letras del Tesoro (157).

El mercado de capitales, por su parte, comprende las operaciones de colocación y financiación a largo plazo y las instituciones que efectúan principalmente estas operaciones (158). Como activos financieros incluidos en el mercado de capitales se mencionan los bonos del Estado, títulos de la Deuda Pública desgravable, obligaciones del Estado, títulos de

mercado de capitales, que incluye el de valores. Vid. FLÖGE: *Die Verbesserung der deutschen Effektenmärkte im Rahmen der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft*. Darmstadt, 1970, pág.54.

(156) Cfr. IZQUIERDO: **Los mercados de valores en la CEE**. cit. pág.29. TRUJILLO/ CUERVO-ARANGO/ VARGAS: **El sistema financiero español**. Barcelona, 1990, pág.66, definen el mercado monetario como el “conjunto de mercados en los que se intercambian activos financieros a corto plazo, caracterizados por su reducido riesgo, y su elevada rentabilidad y liquidez”, y lo diferencian del mercado de dinero en sentido estricto, que definen como el “conjunto de mercados primarios y secundarios en los que se intercambian los llamados activos de caja del sistema bancario” (pág.67).

(157) Cfr. BERCOVITZ: **El Derecho del mercado de capitales**. cit. pág.72.

(158) Cfr. BERCOVITZ: **El Derecho del mercado de capitales**. cit. pág.72; FERNÁNDEZ FLORES: **El Mercado de Capitales del Futuro y las Bolsas de Valores**. “PEE” núm.19, 1984, págs.182 y siguientes; GARRALDA/ GUERRERO: **Los Mercados Monetarios en Bolsa**. “ICE” núm.614, 9/ 1984, págs.81 y siguientes; NIETO CAROL: **El mercado de valores**. cit. pág.31.

renta fija emitidos por organismos y administraciones públicas distintas del Estado, obligaciones emitidas por empresas no financieras y acciones de sociedades.

Entre los economistas no parece existir preocupación por diferenciar el mercado de capitales y el mercado de valores, de manera que se utilizan a menudo como nociones intercambiables. En efecto, en el marco de esta división principal en dos mercados, el monetario y el de capitales, el mercado de valores constituye uno de los segmentos característicos del mercado de capitales: el correspondiente al mercado secundario para títulos valores (159). Por otro lado, si como mercado de valores se comprende el mercado o el conjunto de mercados de títulos valores que incorporan derechos a pagos aplazados de dinero o a derechos de participación social (derechos aleatorios a pagos en dinero) (160), entonces es claro que mercado de valores y mercado de capitales son dos maneras diversas de designar el mismo fenómeno (161).

(159) Cfr. IZQUIERDO: **Los mercados de valores en la CEE**. cit. pág.30. El Informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores señaló en 1978 que “el mercado de valores ocupa un espacio poco preciso dentro del sistema financiero. Es menos amplio que el mercado de capitales, pues no incluye el encauzamiento de fondos a largo plazo a través de los mercados negociados de préstamos y créditos y se extiende hasta zonas limítrofes al mercado de dinero”.

(160) Como hace, entre otros, CACHÓN BLANCO: **Derecho del Mercado de Valores. Vol. I**. cit. pág.15, al definir el mercado de valores como aquel “que tiene por objeto la emisión y negociación de valores negociables de financiación a medio y largo plazo, así como de aquellos otros valores negociables que atribuyen derechos de participación en el capital social de una entidad o derechos de suscripción, y de adquisición y venta de los valores anteriores u otros instrumentos basados en los mismos”.

(161) Cfr. BERCOVITZ: **El Derecho del mercado de capitales**. cit. pág.108. Señala este autor que si por mercado de valores se entiende únicamente la Bolsa, entonces constituiría sólo un sector del mercado de capitales, que se configuraría como concepto más amplio.

Dentro de la categoría mercado de valores se distinguen el mercado primario y los mercados secundarios (162). En su calidad de mercado primario el mercado de valores constituye una importante fuente de financiación y un apoyo imprescindible para las empresas, permitiendo llevar a cabo emisiones directas, es decir, otorgando a los emisores la posibilidad de ofrecer los valores directamente a los inversores (163). En la LMV el mercado primario de valores es aquel mercado de valores negociables que tiene por objeto la emisión de valores de renta fija, las ampliaciones de capital de sociedades anónimas cotizadas con negociación pública y libre de derechos de suscripción, así como de otros valores negociables integrantes del mercado de valores.

Los mercados secundarios se caracterizan por ser instrumentos del tráfico sobrevenido sobre valores que muchas veces nacieron al margen de ellos y por su significación de instancia especialmente preparada para facilitar el encuentro impersonal de las ofertas y demandas que puedan concurrir sobre cada uno de esos valores (164). La LMV distingue tres categorías de mercados secundarios oficiales: a) las Bolsas de Valores existentes en cada momento; b) el Mercado de Deuda Pública representada mediante anotaciones en cuenta;

(162) Son mercados **primarios** o de emisiones aquellos mercados a través de los cuales el Estado, las empresas y demás entidades o personas con necesidades de financiación solicitan, de forma directa o indirecta, ahorro público a través de la emisión de valores negociables. Son mercados **secundarios** aquellos mercados en los cuales se negocian y transmiten activos financieros previamente emitidos. Cfr. CACHÓN BLANCO: **Derecho del Mercado de Valores. Vol. I.** cit. pág.22.

(163) Cfr. IZQUIERDO: **Los mercados de valores en la CEE.** cit. pág.32. Vid. ampliamente NIETO CAROL: **El mercado de valores.** cit. págs.33 y siguientes.

(164) Cfr. SÁNCHEZ ANDRÉS: **La reforma del mercado de valores español.** cit. pág.13. De esta forma, el mercado secundario es un mercado para títulos que ya están en circulación. Vid. RAMOS: **El Papel de la Bolsa en el Sistema Financiero.** "ICE", 9/ 1983, pág.13.

y c) otros mercados secundarios oficiales a los que el Gobierno pueda otorgar esa condición (165). El carácter oficial se pone de manifiesto en la técnica de supervisión y vigilancia de dichos mercados, puesto que dicha función se confía a instancias definidas de tipo institucional (CNMV, Banco de España).

El mercado de valores ha estado representado tradicionalmente por las Bolsas de valores, que son aquella parte de los mercados de valores que tienen por objeto la negociación preferente de valores de financiación pública y privada a medio y largo plazo, así como de valores de participación en el capital social, bajo un principio de fijación de precios representativos de la oferta y la demanda existentes (166). El Reglamento español sobre Bolsas de comercio define las Bolsas de valores como “instituciones de naturaleza económica, cuyo objetivo es la concertación pública de contratos mercantiles” (167). Se organizan bajo la forma jurídica de Cámara y son responsables de la seguridad jurídica y económica, así como de la notificación pública de las cotizaciones.

Son estos mercados bursátiles los que constituyen, como señala DE BENITO (168), campo abonado para el florecimiento del “*insider trading*”, al tratarse de mercados muy fragmentados en su objeto, que ofrecen una amplísima gama

(165) Vid. Exposición de Motivos de la LMV, y artículo 31 del Título IV “Mercados secundarios oficiales de valores”.

(166) Cfr. CACHÓN BLANCO: **Derecho del Mercado de Valores. Vol. I.** cit. pág.20. El mercado bursátil se extiende a zonas limítrofes del mercado de dinero, como ocurre con la negociación de letras de cambio, pagarés del Tesoro y pagarés de Empresa. Cfr. NIETO CAROL: **El mercado de valores.** cit. pág.87.

(167) Artículo 1. 1 del Reglamento de las Bolsas Españolas de Comercio, Decreto 1506/ 1967, de 30 de junio de 1967.

(168) Citado por RODRÍGUEZ MOURULLO: **La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores ante el Derecho penal.** cit. pág.240. Vid. también SÁNCHEZ GUILARTE/ TAPIA HERMI-DA: **El abuso de información privilegiada.** cit. pág.777.

de productos y que exigen una valoración individualizada del riesgo, valoración que entraña un análisis global (sobre todo el mercado), sectorial (sobre el ramo al que la sociedad emisora pertenece) y particular (sobre la sociedad emisora misma). En efecto, las Bolsas de valores constituyen un sector económico especialmente sensible a la especulación y a las oscilaciones de los precios. La rapidez con la que se realizan las operaciones bursátiles, la permeabilidad de éstas a las coyunturas políticas, económicas y sociales de cada día y a los movimientos internacionales, aconsejan la prohibición del uso de información reservada en su seno (169).

El mercado secundario de Deuda pública anotada tiene un sistema específico de negociación, compensación y liquidación por parte de las Bolsas de Valores, autorizado por el Ministerio de Economía y Hacienda, y al cual pueden adherirse las entidades gestoras y titulares de cuentas que cumplan las obligaciones que se establezcan (170).

Dentro de la categoría de “otros mercados secundarios oficiales” se incluyen los mercados oficiales de opciones y futuros, regulados por el Real Decreto 1814/ 1991, de 20 de diciembre. En la actualidad funcionan bajo dicha denominación, y sometidos al Real Decreto mencionado, los mercados MEFF RENTA FIJA, S.A. (171) (opciones y futuros sobre renta fija), con sede en Barcelona, y MEFF RENTA VARIABLE, S.A. (172) (opciones y futuros sobre acciones y sobre índices), con sede en Madrid (173). Tales mercados, y cual-

(169) Cfr. MUÑOZ CONDE: **Los nuevos delitos de tráfico de influencias, revelación de secretos e informaciones y uso indebido de información privilegiada**. cit. pág.27.

(170) Vid. ampliamente NIETO CAROL: **El mercado de valores**. cit. págs.256 y siguientes.

(171) Sociedad Rectora de Productos Financieros de Renta Fija, S.A.

(172) Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Variable, S.A.

(173) Autorizados por Ordenes del Ministerio de Economía y Hacienda de 8 de julio de 1992 (BOE de 15 de julio).

quier otro que se autorice en lo sucesivo como mercado secundario oficial, quedan sometidos al Real Decreto y a la supervisión de la CNMV.

Cabe también citar la existencia de otros mercados secundarios organizados no oficiales, creados al amparo del artículo 77 *in fine* LMV (174). Actualmente, sólo existe como mercado secundario organizado no oficial el mercado de renta fija de la Asociación de Intermediarios Financieros (AIAF) (175).

En resumen, el mercado de valores se estructura legalmente en España de la siguiente forma:

- Mercado primario.
- Mercado secundario.
 - Mercados organizados oficiales:
 - Bolsas de valores.
 - Mercado de Deuda pública anotada.
 - Otros mercados secundarios organizados oficiales:
 - MEFF RENTA FIJA, S.A.
 - MEFF RENTA VARIABLE, S.A.
 - Mercados organizados no oficiales:
 - MERCADO AIAF.
 - Mercados no organizados no oficiales.

Como se puede observar, los únicos mercados en los que no será posible aplicar la normativa penal sancionadora del uso de información reservada, contenida en los artículos 281 y 282 del PCP de 1994, serán los mercados no organizados no oficiales, puesto que no tienen acomodo en la expresión "cualquier mercado organizado, oficial o reconocido". En nuestro país se ha creado un mercado no oficial, paralelo, mediante el Real Decreto 710/ 1986, de 4 de abril, desarrolla-

(174) En redacción dada por la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1990.

(175) Autorizado por Orden Ministerial de 1 de agosto de 1991.

do por Orden Ministerial de 26 de septiembre de 1986 (176). No ha gozado de gran éxito, siendo muy escaso el número de sociedades que cotizan en él (177). El ámbito en el que no es aplicable la normativa penal sobre el uso de información reservada es, pues, considerablemente reducido y carente de importancia práctica.

V. 3. Conducta.

V. 3. 1. Determinaciones previas.

La conducta típica puede consistir alternativamente en usar o suministrar una información reservada relativa a cualquier clase de valores o instrumentos negociados en cualquier mercado organizado, oficial o reconocido. Viene definida, pues, por el significado de los verbos “usar” y “suministrar”.

La esencia de las operaciones de iniciados reside en el proceso de “acopio” de la información y en el posterior empleo de la misma. El iniciado interfiere en el proceso informativo que antecede a la decisión de invertir, distrae la información de la disposición pública y procede a su explotación privilegiada.

En relación con el proceso informativo, SANCHEZ GUILARTE y TAPIA HERMIDA (178) distinguen dos formas básicas de actuación del “insider”. En primer lugar, un uso “reflexivo”, propio de quien accede a la información reservada o confidencial, generalmente en el ejercicio de su profesión o funciones, y adquiere o cede valores mobiliarios o

(176) Vid. ampliamente NIETO CAROL: **El mercado de valores**. cit. págs.82 y siguientes.

(177) Cfr. NIETO CAROL: **El mercado de valores**. cit. pág.86, quien atribuye la causa de este semifracaso a la falta de estímulos fiscales.

(178) Cfr. SÁNCHEZ GUILARTE/ TAPIA HERMIDA: **El abuso de información privilegiada**. cit. págs.775 y siguientes. Vid. también MUSCO: **I reati di insider trading**. cit. págs.330 y siguiente.

instrumentos financieros aprovechándose de ella. En segundo lugar, un uso “transitivo”, consistente en la transmisión de información. En esta segunda modalidad es preciso distinguir un primer iniciado, generalmente profesional, que actúa como emisor de la información, y un segundo iniciado no profesional que es receptor y que, a su vez, puede utilizar o transmitir nuevamente la información a un número potencialmente infinito de posteriores receptores. La transmisión de información puede realizarse comunicando directamente la información confidencial a terceros o bien recomendando a dichos terceros, basándose en esa información confidencial, que adquieran o cedan valores mobiliarios admitidos a negociación en los mercados bursátiles, sin llegar a revelar el contenido de la información (179).

La regulación mercantil de la utilización de información privilegiada prohíbe expresamente ambas modalidades de uso (180). El tipo penal contenido en el PCP de 1992 sancionaba únicamente la primera, esto es, la conducta de “quien, de forma directa o por persona interpuesta, usare una información privilegiada relativa a cualquier clase de valores o instrumentos negociados en cualquier mercado organizado, oficial o reconocido”, a la que hubiera tenido acceso por cualquier medio, obteniendo como consecuencia de su negociación un resultado o provecho superior a setenta y cinco millones de pesetas. Así, en el artículo 305 quedaba impune penalmente la conducta de quien se limitaba a transmitir la información sin hacer uso de ella directamente o por persona

(179) El acto de suministrar información reservada se conoce habitualmente en la doctrina especializada como “*tipping*”, que deriva de la palabra inglesa “*tip*”, información segura. El “*tuyautage*”, literalmente, en francés, el acto de realizar indicaciones, alude a los casos en los que el sujeto activo aconseja al “*tippee*” sin llegar a revelar a éste la información reservada. Cfr. GALLI: **Insider trading: un primo commento**. cit. págs.942 y 946 y siguiente.

(180) Vid. los artículos 81 LMV y 3 de la Directiva 89/592/CEE.

interpuesta (181). El artículo 281 del PCP de 1994, por su parte, tipifica tanto el uso como el suministro de información reservada, recogiendo así la enmienda del Partido Popular al artículo correspondiente del PCP de 1992 que proponía incluir en la acción típica el “suministro” de información privilegiada (182). Ahora bien, ¿se incluye en la acción típica el aconsejar o recomendar la realización de operaciones sobre ciertos valores sin revelar la información reservada? (183). Para responder a esta pregunta debe efectuarse un estudio más detenido del significado de los verbos típicos: “usar” y “suministrar”.

V. 3. 2. El núcleo del tipo básico: los verbos “usar” y “suministrar”.

El tipo de injusto del delito de uso de información reservada en el mercado de valores tiene una estructura que se corresponde a la categoría de los llamados tipos mixtos alternativos, de tal modo que para la realización del tipo es suficiente con la concurrencia, indistintamente, de uno cualquiera de sus elementos alternativos, sin que pueda estimarse que se han realizado varios hechos en concurso cuando concurren varias de las alternativas típicas simultáneamente (184). En el caso que nos ocupa, basta que el sujeto activo use la informa-

(181) A favor de esta impunidad, vid. INSOLERA: **Riflessioni in tema di insider trading**. cit. pág.455; SEMINARA: **Riflessioni in margine al disegno di legge in tema di insider trading**. cit. pág.552.

(182) Enmienda núm.1121, presentada por el Grupo Popular, al artículo 305. 1. Se propone el texto siguiente: “quien suministrare información privilegiada o quien de forma directa” (resto igual), justificándolo como “mejora técnica”.

(183) En la legislación italiana, vid. GALLI: **Insider trading: un primo commento**. cit. págs.946 y siguiente. Para la experiencia inglesa, vid. RIDER: **L’attività di repressione dell’insider trading in Gran Bretagna**. cit. pág.50.

(184) Cfr. COBO/ VIVES: **Derecho Penal. Parte General**. 1991, cit. pág.337. Sobre los tipos mixtos alternativos, vid. SANZ MORÁN: **El concurso de delitos**. cit. págs.118 y siguiente.

ción cumpliendo los demás requisitos típicos para que pueda ser sancionado como autor del delito. Y lo mismo ocurrirá si se limita a suministrar a otro la información en cuestión.

No basta con la mera utilización de una información confidencial o reservada, sino que es imprescindible que exista una utilización excesiva o indebida, en el sentido de que viola una determinada relación de fidelidad y lealtad (185). Esta exigencia se deriva implícitamente del elemento típico que caracteriza la información: “a la que hubiera tenido acceso reservado con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial”. Por ello en el tipo no se utiliza el verbo “abusar”: en el sentido del precepto, el mero “uso” supone ya la ruptura de los vínculos de lealtad y fidelidad que ligan al sujeto activo y le obligan a abstenerse de toda actuación en el mercado de valores relacionada con los valores objeto de la información reservada. Al tratarse de información a la que ha tenido acceso reservado con ocasión del ejercicio de la profesión, el iniciado incumple siempre el deber de reserva que le compete, de forma que todo “uso” constituye ya, por sí mismo, un “abuso”. Conviene recordar que la Directiva 89/592/CEE, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada, delimita los sujetos activos de la posible infracción concretándolos en los órganos de la sociedad y en los accionistas mayoritarios, agregando una fórmula genérica en la que se incluyen todos los que “debido al ejercicio de su trabajo, profesión o funciones” tienen acceso a la información.

La nota característica de la conducta típica es la infidelidad, la utilización desleal de la información reservada obtenida con ocasión del ejercicio de la actividad profesional o empresarial. Ahora bien, esta relación de fidelidad o lealtad que viola el sujeto activo no puede ser confundida con una

(185) Cfr. GONZÁLEZ CUSSAC: **El abuso de información privilegiada**. cit. pág.142.

mera exigencia ética o moral, sino que debe ser definida por criterios estrictamente jurídicos (186).

El núcleo del verbo “usar” no consiste exclusivamente en una conducta activa, puesto que la utilización de información reservada puede sustanciarse simplemente en la no realización de una operación que se tenía pensado efectuar (el llamado “*insider non-trading*”) (187). Cuestión aparte es la constituida por las dificultades probatorias y especialmente de imputación objetiva del resultado que supone incluir esta conducta omisiva en el tipo (188). Por otra parte, no cabe duda que las hipótesis más habituales en la práctica consisten esencialmente en la realización de transacciones referentes a los títulos objeto de la información reservada (189).

(186) Cfr. GONZÁLEZ CUSSAC: **El abuso de información privilegiada**. cit. pág.142.

(187) Cfr. BARTALENA: **L’abuso di informazioni privilegiate**. cit. pág.12. El Código de conducta europeo relativo a las transacciones referentes a los valores mobiliarios afirma que “la intervención contemplada sobre el mercado de los títulos de su sociedad, por parte de los responsables sociales, puede no ser siempre una <<acción>> en el sentido estricto de la palabra, ya que existen también omisiones tan culpables, e incluso a veces más que las acciones”. Sobre la punibilidad del “*insider non-trading*”, vid. CARCANO: **L’<<insider non-trading>>**. “Riv. soc.” 1986, págs.1170 y siguiente; ROSSI: **L’informazione societaria al bivio**. cit. pág.1090, nota núm.16. Críticamente, afirmando la asimetría valorativa existente entre este usar la información absteniéndose de realizar una operación que se pensaba efectuar y el usar activamente, entre otros, SEMINARA: **Insider trading e diritto penale**. cit. pág.136; y VOLK: **Strafrecht gegen Insider?** cit. pág.15. Consideran que no es punible la omisión LÓPEZ PEREGRIN: **El <<insider trading>> o abuso de información privilegiada bursátil**. cit. pág.437; SCHRÖDER: **Strafbares Insiderhandeln von Organvertretern einer AG nach geltendem und neuem Recht**. “NJW” 1994, Heft 44, pág.2880.

(188) Vid. por todos BARTALENA: **Insider trading**. en COLOMBO/ PORTALE: **Trattato delle società per azioni**. Vol. 10. Tomo I. Torino, 1993, pág.255, y HOPT: **The European Insider Dealing Directive**. en HOPT/ WYMEERSCH (Eds.): **European Insider Dealing**. Law and Practice. Butterworths, 1991, págs.129 y siguientes.

(189) Cfr. BERNASCONI: **Insider trading: il nuovo art. 161 del codice penale svizzero**. “Riv. delle Soc.” 1989, págs.61 y siguiente.

Lo mismo es aplicable a la interpretación del verbo “suministrar”, que admite la comisión por omisión: por ejemplo, hacer que sea otro el que obtenga directamente la información permitiéndole el acceso a los soportes materiales de la misma (190).

Por otra parte, “suministrar” significa dar a conocer a otra persona la información reservada. Consiste en la simple comunicación de la información a la que se ha tenido acceso reservado con ocasión del ejercicio de una actividad profesional o empresarial, sin que sea exigible que tal comunicación se dirija a varias personas o revista publicidad.

Queda excluida de la aplicación del tipo penal la conducta consistente en aconsejar a otra persona sobre la base de una información reservada, pero sin dar a conocer directamente dicha información al receptor del consejo.

La regulación ofrecida por el reciente PCP no está exenta de objeciones. Se ha dicho que la imposición, aun a los iniciados primarios, de una obligación penal de mantener en secreto la información reservada de que disponen, no pudiendo revelarla a terceros a excepción de los supuestos en los que sea necesario y oportuno en el ejercicio normal del trabajo, la profesión o las funciones del iniciado, excede en mucho el marco de un Derecho penal protector de bienes jurídicos. En este sentido, se afirma que la tutela penal del deber de secreto en los mercados de valores supone no ya una tutela penal avanzada, sino una intención vagamente moralizadora, una pretensión de establecer una obligación de honestidad ciertamente deseable, pero no seriamente defendible, a través de la sanción penal (191).

(190) Cfr. MUÑOZ CONDE: **Los nuevos delitos de tráfico de influencias, revelación de secretos y uso indebido de información privilegiada**. cit. pág.22, al hilo del comentario del verbo “revelar”.

(191) Cfr. SEMINARA: **Riflessioni in margine al disegno di legge in tema di insider trading**. cit. pág.551; del mismo autor: **Insider trading e diritto penale**. cit. págs.138 y siguientes.

Ahora bien, la configuración del delito de uso de información reservada como un delito especial, cuyo círculo de sujetos activos se circunscribe a quienes tienen acceso reservado a la información con ocasión del ejercicio de actividades profesionales o mercantiles, justifica a mi juicio la imposición de un deber de secreto o de abstención de actuar. El suministro de la información reservada a un tercero se prevé ya en el Derecho mercantil como una de las modalidades prohibidas de conducta. Me parece suficiente la aplicación de una sanción administrativa en aras de los principios de intervención mínima y de ofensividad, puesto que la mera transmisión no lesiona y en muchos casos ni siquiera pone en peligro el bien jurídico penalmente protegido.

V. 3. 3. Resultado.

El artículo 281 PCP de 1994 exige para la consumación del delito la obtención, para el propio autor o para un tercero, de un beneficio económico superior a setenta y cinco millones de pesetas, o la causación de un perjuicio de idéntica cantidad.

En cuanto a la naturaleza dogmática de la exigencia de un beneficio económico o de la causación de un perjuicio de determinada entidad, parte de la doctrina considera que se trata de una condición objetiva de punibilidad (192). Más

(192) El tema ha sido estudiado con especial interés en el delito de defraudación tributaria, que exige la producción de un perjuicio patrimonial superior a cinco millones de pesetas. Vid., a favor de considerar que se trata del resultado, entre otros, BAJO FERNÁNDEZ/ SUÁREZ GONZÁLEZ en BAJO/ PÉREZ/ SUÁREZ: **Manual de Derecho Penal (Parte Especial) (Delitos patrimoniales y económicos)**. 1993, cit. págs.613 y siguientes; MARTÍNEZ PEREZ: **El delito fiscal**. Madrid, 1982, págs.278 y siguientes, y bibliografía allí citada; del mismo autor: **El delito de defraudación tributaria**. "Comentarios a la Legislación Penal" Tomo VII. Madrid, 1986, págs.264 y siguientes. A favor de considerar que es una condición objetiva de punibilidad, por todos, MUÑOZ CONDE: **Derecho Penal. Parte Especial**. 1993, cit. pág.826.

acertada me parece la opinión de quienes consideran que se trata del resultado típico (193), entendido como modificación del mundo exterior espacio-temporalmente separable de la acción (194). La cuestión no es meramente teórica, dado que su resolución en uno u otro de los sentidos expuestos lleva aparejadas consecuencias prácticas de gran trascendencia. Para demostrarlo basta con indicar que si se concibe el límite de setenta y cinco millones como condición objetiva de punibilidad no es necesario que sea abarcado por el dolo, mientras que un error sobre la cifra será irrelevante (195); asimismo, no es posible apreciar las formas imperfectas de ejecución en la hipótesis de que no se produzca efectivamente el perjuicio económico superior a setenta y cinco millones de pesetas o la obtención de un beneficio de idéntica entidad (196).

Ahora bien, conociendo los criterios de delimitación de la categoría de las condiciones objetivas de punibilidad y su tratamiento (197), parece que concebir el límite cuantitativo de los setenta y cinco millones como condición objetiva de punibilidad supondría desvirtuar esta categoría dogmática.

(193) Vid. por ejemplo, LÓPEZ PEREGRIN: **El <<insider trading>> o abuso de información privilegiada bursátil**. cit. marginal 434.

(194) Sobre este concepto de resultado, vid. ampliamente, LAURENZO COPELLO: **El resultado en Derecho Penal**. Valencia, 1992, págs.109 y siguientes. Como señala esta autora, en los delitos de peligro abstracto puede requerirse un efecto causal de la acción constatable con independencia de la lesión o puesta en peligro concreto de un bien jurídico, esto es, un resultado estructural (pág.148).

(195) Vid. por todos MARTÍNEZ PÉREZ: **Las condiciones objetivas de punibilidad**. Madrid, 1989, págs.69 y siguientes y 120 y siguientes; MUÑOZ CONDE: **Derecho Penal. Parte Especial**. 1993, cit. pág.826.

(196) En este sentido, vid. BAJO FERNÁNDEZ/ SUÁREZ GONZÁLEZ en BAJO/ PÉREZ/ SUÁREZ: **Manual de Derecho Penal (Parte Especial) (Delitos patrimoniales y económicos)**. 1993, cit. pág.613.

(197) Vid. por todos MAPELLI CAFFARENA: **Estudio jurídico-dogmático sobre las llamadas condiciones objetivas de punibilidad**. Madrid, 1990, *passim*; MARTÍNEZ PÉREZ: **Las condiciones objetivas de punibilidad**. cit. *passim*.

Sólo forzando el sentido literal del texto legal se puede afirmar que la obtención de un beneficio económico superior a setenta y cinco millones de pesetas o la causación de un perjuicio de similar entidad es una condición, esto es, un hecho futuro e incierto, y además objetiva, puesto que dicho beneficio o perjuicio no resultan plenamente ajenos a la voluntad del autor, a lo que se añade que no es posible negar la existencia de un nexo de causalidad entre la acción delictiva y el evento acaecido. Y es que considerar el límite cuantitativo como una condición objetiva de punibilidad me parece en cualquier caso incorrecto, puesto que éstas son únicamente aquellos hechos ajenos a la acción que, conforme a su propia naturaleza, yacen fuera de la culpabilidad del agente (198).

La exigencia para la consumación del delito de la obtención de un beneficio económico o la causación de un perjuicio de la misma entidad plantea el problema de determinar qué ocurre si este beneficio o el perjuicio no se producen, pero se demuestra el efectivo uso o suministro de la información privilegiada. MUÑOZ CONDE (199), al hilo del análisis del actual artículo 368 del Código penal (uso indebido de secretos e información privilegiada), afirma que en este caso “se deberá valorar el importe que hubiera podido alcanzar ese beneficio y en función de ese cálculo imponer la pena inferior que corresponde por la tentativa o frustración”. La consecuencia que se deriva, por tanto, de la no obtención de un beneficio económico o de la no causación de un perjuicio superior a setenta y cinco millones de pesetas no es la impunidad, sino la apreciación de las formas imperfectas de ejecución (200).

(198) Vid. ampliamente MARTÍNEZ PEREZ: **Las condiciones objetivas de punibilidad**. cit. págs.69 y siguientes.

(199) MUÑOZ CONDE: **Los nuevos delitos de tráfico de influencias, revelación de secretos e informaciones y uso indebido de información privilegiada**. cit. pág.34.

(200) En este sentido, vid. LÓPEZ PEREGRIN: **El <<insider trading>> o abuso de información privilegiada bursátil**. cit. marginales 434 y 437.

El límite mínimo de setenta y cinco millones de pesetas impuesto por el tipo penal para considerar delictiva la conducta de uso o suministro de información reservada “permite cuestionar que estemos ante una decidida voluntad político-criminal de reprimir penalmente estas conductas” (201). Es obvio que el legislador ha de tener en cuenta el carácter fragmentario del Derecho penal, tipificando únicamente aquellas conductas que considere más intolerables para la integridad del bien jurídico penalmente protegido. Ahora bien, fijar el límite cuantitativo en setenta y cinco millones de pesetas no responde a una política criminal realista.

El problema surge desde el momento en que hay que precisar el límite cuantitativamente. Desde luego, ya he señalado que la fijación en el delito de uso de información reservada de una cuantía mínima de setenta y cinco millones de pesetas parece excesivamente elevada. El ámbito del precepto queda así demasiado restringido, lo que sin duda contribuirá a una escasa aplicación del delito.

Por otra parte, este resultado evita la punición de sujetos que tienen acceso a la información reservada con ocasión del ejercicio de una profesión como la de peluquero, taxista, tipógrafo, secretario, que les permite escuchar conversaciones entre financieros o conocer ciertos proyectos con antelación al público en general (202).

La mención alternativa en el tipo a la obtención de un beneficio económico o a la causación de un perjuicio se explica por la peculiar estructura del delito. La doctrina especializada ha puesto de relieve en repetidas ocasiones la dificultad que presenta la prueba de los perjuicios causados. Las transacciones en los mercados de valores son fundamentalmente tran-

(201) Cfr. GONZÁLEZ RUS: **La reforma de los delitos económicos y contra el patrimonio**. cit. pág.189.

(202) Vid. ampliamente GALLI: **Insider trading: un primo commento**. cit. págs.933 y siguientes.

sacciones impersonales, en las que los sujetos participantes no se conocen entre sí.

En el caso de la modalidad típica de acción consistente en el suministro de la información reservada, el resultado puede consistir en la contraprestación pagada al iniciado por quien recibe la información, independientemente del hecho de que éste logre a su vez obtener un beneficio o causar un perjuicio de la entidad señalada en el tipo(203).

(203) Cfr. BERNASCONI: *Insider trading: il nuovo art. 161 del codice penale svizzero*. cit. pág.62.