

EL NUEVO DELITO DE *INSIDER TRADING* EN EL ORDENAMIENTO JURÍDICO ITALIANO*

Sergio Seminara

Ordinario di Diritto penale economico
Università degli Studi di Pavia

I. El 26 de marzo de 1998 se ha publicado en la *Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana* el decreto legislativo de 24 febrero de 1998, núm. 58, que contiene el «Texto único de las disposiciones en materia de intermediación financiera», que entró en vigor el 1 de julio de 1998.

Como consta en el art. 21, párrafo 2, de la Ley de delegación de 6 de febrero de 1996, núm. 52, la elaboración de este complejo cuerpo normativo, constituido por 216 artículos, responde al objetivo de lograr una «reordenación normativa de las materias relativas a los intermediarios, a los mercados financieros y mobiliarios y a los demás aspectos conexos». En efecto, la necesidad de una racionalización había sido ya advertida tiempo atrás, como consecuencia de la multitud de leyes promulgadas en el sector a partir de 1974 (es decir, a partir de la Ley de 7 junio de 1974, núm. 216, que por vez primera trazó las líneas de disciplina del mercado e instituyó la Comisión nacional para las sociedades y la bolsa), que en su conjunto habían conformado un sistema no inspirado en criterios comunes –sobre todo

* Traducción de Inma Valeije Álvarez y Patricia Faraldo Cabana. Universidad de A Coruña.

desde la perspectiva sancionadora—; y tal exigencia se hizo todavía más apremiante con la promulgación del decreto legislativo de 23 de julio de 1996, núm. 415, de recepción de las normativas comunitarias de 10 de mayo de 1993, núm. 93/22/CEE, y de 15 de marzo de 1993, núm. 93/6/CEE, que había modificado en profundidad el cuadro preexistente.

En una aproximación al objeto de estas reflexiones, cabe señalar que el d. lgs. núm. 58/1998 (en adelante, mencionado como t.u.) prevé en el art. 180 una radical modificación del delito de *insider trading* introducido en nuestro ordenamiento por la Ley de 17 de mayo de 1991, núm. 157¹. Las innovaciones presentan tanto aspectos formales como sustanciales: entre los primeros, destaca la definición de los *insiders* y de los conocimientos objeto de disfrute en el mercado de valores; entre los segundos, sobresalen la estructura de la conducta típica y el tratamiento sancionador. Como veremos a continuación, se ha operado, por lo demás, un verdadero desbarajuste en relación con los poderes de investigación de la Consob.

¹ Para comodidad del lector, se reproduce el texto del nuevo tipo: «1. Se sanciona con pena de prisión hasta dos años y con multa de veinte a seiscientos millones de liras a quien, estando en posesión de informaciones privilegiadas por razón de la participación en el capital de una sociedad, o del ejercicio de una función, inclusive pública, de una profesión o de un oficio: a) adquiere, vende o realiza otras operaciones, incluso por medio de persona interpuesta, con instrumentos financieros, aprovechándose de tales informaciones; b) sin motivo justificado, comunica tales informaciones, o aconseja a otros, sobre la base de las mismas, la realización de alguna de las operaciones mencionadas en la letra a). 2. Con la misma pena se sanciona a quien, habiendo obtenido, directa o indirectamente, informaciones privilegiadas de los sujetos indicados en el párrafo 1, realiza algunos de los hechos descritos en la letra a) del mismo párrafo. 3. A los efectos de la aplicación de los párrafos 1 y 2, por información privilegiada se entiende una información específica de contenido determinado, de la cual el público no dispone, relativa a instrumentos financieros o a emisores de instrumentos financieros, que, si se hace pública, sería idónea para influir sensiblemente en el precio. 4. En los casos previstos en los párrafos 1 y 2, el juez puede aumentar la pena hasta el triple cuando, por la relevante dañosidad del hecho, las cualidades personales del culpable o la entidad del beneficio que se obtiene, aquélla aparece como inadecuada incluso aunque sea aplicada en su límite máximo. 5. En el caso de condena, o de aplicación de la pena por solicitud de las partes en virtud de la norma del artículo 444 del Código de Procedimiento Penal, se ordenará siempre el comiso de los medios, incluso financieros, utilizados para cometer el delito, y de los bienes que constituyan el beneficio del mismo, salvo que éstos pertenezcan a una persona ajena al delito. 6. Las disposiciones del presente artículo no se aplican a las operaciones realizadas por cuenta del Estado italiano, del Banco de Italia y de la Oficina Italiana de cambios por razones de política económica».

II. Comenzando por la vertiente formal, los sujetos activos *insiders* son definidos, en el art. 180, párrafo 1, como aquellos que están en posesión de informaciones privilegiadas «por razón de la participación en el capital de una sociedad, o del ejercicio de una función, inclusive pública, de una profesión o de un oficio». Las diferencias respecto de la formulación del art. 2, párrafo 1, Ley núm. 157/1991 –que se refiere a los que posean conocimientos reservados «obtenidos en virtud de la participación en el capital de una sociedad o por razón del ejercicio de una función, inclusive pública, de una profesión o de un oficio»– resultan apreciables exclusivamente en un plano terminológico.

Tanto ahora como antes, de hecho, la categoría se individualiza a la luz de las modalidades de adquisición de las informaciones, normativamente expresadas a través de la locución «por razón de». La adopción de tal expresión establece la exigencia de un nexo funcional entre la actividad concretamente ejercitada y la adquisición del conocimiento, lo que claramente excluye tanto las hipótesis de acceso fortuito, como aquellas ligadas a las relaciones (matrimoniales, de convivencia, de amistad, etc.) con sujetos *insider*².

² Por todos, BARTULLI, *Insider Trading nel diritto penale*, en *Dig. pen.*, Torino, 1993, VII, 118; MUCCIARELLI, *Speculazione mobiliare e diritto penale*, Milano, 1995, 65 ss.; MUSCO, *La società per azioni nella disciplina penalistica*, in *Trattato delle società per azioni*, dirigido por Colombo y Portale, Torino, 1994, IX, 330; SEMINARA, *Riflessioni in margine al disegno di legge in tema di insider trading*, en *Riv. It. Dir. Proc. Pen.*, 1990, 547 s. Cabe señalar que este nexo funcional se requiere también respecto del accionista, el cual se coloca entre los *insiders* sólo en la medida en que haya tenido acceso a la información privilegiada por causa (o en virtud, como en el art. 2, párrafo 1, Ley núm. 157/1991), de la posición ocupada en la sociedad por la participación que detenta. La interpretación contraria de BARTALENA, *Insider trading*, en *Trattato delle società per azioni*, cit., 1993, 10, 296 –según el cual el derecho de información corresponde por ley a cada socio, con el fin de impedir cualquier diferenciación fundada sobre razones de acceso al informe y de hacer relevante incluso los conocimientos fortuitos– se desentiende del intento legislativo de incluir entre los *insiders* fundamentalmente sólo a los socios que, por su posición en el interior de las conexiones sociales, gozan de un acceso casi institucional a las informaciones producidas por la sociedad, incluso aunque sean concernientes a títulos de otras sociedades (cfr. BARTULLI-ROMANO, *Sulla disciplina penale dell'insider trading*, en *Giur. comm.*, 1992, I, 663).

Por lo que se refiere a la descripción de los conocimientos cuyo disfrute en el mercado de valores se prohíbe, el art. 180, párrafo 3, t.u. dispone que «por información privilegiada se entiende una información específica de contenido determinado, de la cual el público no dispone, relativa a instrumentos financieros o a emisores de instrumentos financieros, que, si se hace pública, sería idónea para influir sensiblemente en el precio». Esta definición resulta claramente mejor que la contenida en el art. 3 Ley núm. 157/1991 («por información reservada en el sentido del art. 2 se entiende una información específica de contenido determinado, que no se haya hecho pública, relativa a uno o más emisores de valores mobiliarios o a uno o más valores mobiliarios, y que, si se hace pública, sería idónea para influir sensiblemente en el precio»), incluso aunque no produzca efectos sustanciales.

Ante todo, merece ser resaltada la sustitución del atributo «reservada» por «privilegiada», que por una parte elimina la impropia caracterización de la información sobre la base de su carácter inherente a la esfera de un determinado sujeto –lo que puede incluso no tener relevancia alguna–, y por otra, subraya la posición de ventaja frente a la generalidad de los inversores que deriva del conocimiento poseído. La ulterior innovación, consistente en pasar de la expresión «no hecha pública» a «de la cual el público no dispone», intenta subrayar que el momento relevante, a los efectos de la libre utilización de la información, no coincide con su publicación formal (por lo demás, ni siquiera necesaria, cuando el hecho haya entrado ya en el mercado), sino con su efectiva disponibilidad por el público o con su accesibilidad. Elemento éste que obviamente remite a una verificación en el caso concreto de las modalidades de la divulgación y del tiempo necesario para su recepción por parte del mercado.

La amplitud de ambas definiciones evidencia el intento legislativo de excluir cualquier diferenciación entre *corporate* o *market* (o *second category*) *informations*, donde estas últimas se refieren a hechos capaces de influir sobre el precio de mercado de los instrumentos financieros más que sobre su valor intrínseco³. La solución elegida por el legislador apare-

³ Por todos, SEMINARA, en PEDRAZZI-ALESSANDRI-FOFFANI-SEMINARA-SPAGNOLO, *Manual di diritto penale dell'impresa*, Bologna, 1998, 463 ss. No conven-

ce por lo tanto centrada sobre la capacidad de la información para modificar las decisiones de comportamiento de los inversores, en la misma medida, por ejemplo, del conocimiento reservado de la grave enfermedad de un dirigente particularmente influyente sobre la gestión societaria o de la existencia de conflictos entre los administradores de la sociedad. En sustancia, debe entenderse acogida la noción de *material fact* elaborada por la jurisprudencia estadounidense, la cual remite a cada hecho *price-sensitive*, es decir, directa o mediatamente capaz de influir, con su publicación, sobre el mercado de un título y por lo tanto idóneo para consentir el disfrute de posiciones de ventaja vedadas a la generalidad de los inversores⁴.

Es oportuno, por otra parte, considerar tales caracterizaciones de la información privilegiada a la luz –más que de su carácter reservado o de su destino a una posterior divulgación– de la ventaja que confiere a su poseedor, con lo que se concluye en una taxatividad más aparente que real de la definición normativa, que no contiene ninguna indicación en orden al ele-

ce, en cambio, la tesis de BARTULLI-ROMANO, op. cit., 671, según la cual las *corporate informations* asumen el valor de informaciones reservadas en el sentido del art. 3 Ley núm. 157/1991 sólo cuando sean «publicables», esto es, capaces de constituir el objeto de una comunicación obligatoria por parte de la sociedad. En efecto, la propia superación de la distinción entre *corporate* y *market informations* permite convertir en reservado todo conocimiento capaz de atribuir a quien lo posee una ventaja utilizable en operaciones de bolsa, independientemente del hecho de que la misma determine una obligación de comunicación a cargo de la sociedad (cfr. BARTALENA, *Insider trading*, cit., 323 nota 109; GALLI, op. cit., 957). Por las mismas razones no resulta asumible la interpretación contenida en la circular Assonime núm. 78/1991 (en *Riv. soc.*, 1991, 885), que excluye del art. 3 «las informaciones relativas a eventos o situaciones de naturaleza política, económica, social, militar, científica, no concernientes a emisores o valores concretos», salvo que «la influencia se extienda a conjuntos de títulos de un entero sector productivo o incluso al mercado en su conjunto, pero como efecto de arrastre de un hecho concerniente a un concreto emisor o a un concreto título *leader*». A la luz de las consideraciones desarrolladas, en fin, resulta excesivamente restrictiva la definición de CARBONE, *Tutela civile del mercato e insider trading*, Padova, 1993, I, 77, según el cual sólo las informaciones «relativas a las sociedades pueden considerarse como verdaderas y propias *inside information*, relevantes para el tipo de *insider trading*».

⁴ Sobre la aproximación pragmática que caracteriza la noción de *materiality* en la jurisprudencia estadounidense –y sobre la consiguiente ausencia de univocidad de las soluciones alcanzadas– vid. por todos BARTALENA, *L'abuso di informazioni privilegiate*, Milano, 1989, 121 s.

mento más delicado y más peculiar de la noción de información reservada: esta total remisión a la verificación judicial de la valoración sobre la capacidad de la información para influir en el precio del título de referencia representa por lo tanto un grave límite de la disciplina normativa⁵.

III. Dirigiendo la atención a la conducta típica, es necesario distinguir, en primer lugar, si la misma consiste en una operación de bolsa o en una comunicación a terceros y, en segundo lugar, si aquélla ha sido realizada por un *insider* o por un *tippée*. Comenzando por las hipótesis de transacciones efectuadas por *insiders* en posesión de informaciones privilegiadas, se pone aquí de relieve una de las modificaciones más significativas que se han operado en el tipo penal examinado.

Con el fin de comprender el alcance de la reforma, es necesario considerar que el art. 2, párrafo 1, Ley núm. 157/1991 introduce una rígida obligación de abstención vinculada a la simple posesión de los conocimientos privilegiados, ligando la pena a su mera violación⁶. Obviamente, tal norma no pretende trasladar el punto de referencia del desvalor del uso de las informaciones a la transgresión del deber de abstención, siendo evidente que el contenido ofensivo de la conducta se sustenta sobre el disfrute indebido de la ventaja cognoscitiva; la violación de tal deber se sanciona no por sí, sino en la medida en que se fundamenta sobre la presunción de que la operación de bolsa realizada por el poseedor del conocimiento privilegiado implica un uso de la misma⁷.

⁵ Exactamente BARTULLI, *Insider trading*, cit., 121, apunta que la noción de noticia privilegiada «tiene en el *price-sensitive* el punto débil sobre el plano de la definición, que no podrá evitar repercutir en el momento de la verificación judicial». Sobre las incertidumbres suscitadas por el criterio del *reasonable man* y por el del *probability-magnitude test*, por todos, BARTALENA, *Insider trading*, cit., 274; SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, Milano, 1989, 203 ss.

⁶ Para comodidad del lector, se reproduce el texto del art. 2, párrafo 1: «se prohíbe adquirir o vender, o realizar otras operaciones, incluso por medio de una persona interpuesta, sobre valores mobiliarios, comprendidos los relativos derechos de opción, cuando se posean informaciones reservadas obtenidas en virtud de la participación en el capital de una sociedad o por razón del ejercicio de una función, inclusive pública, de una profesión o de un oficio».

⁷ En el mismo sentido MUCCIARELLI, op. cit., 3, el cual en primer término afirma que «traducidas las conductas punibles en otras tantas figuras de mera inobservancia de la

Este planteamiento ha sido acogido por la única sentencia aparecida en Italia hasta el momento en relación con el delito examinado, donde expresamente se afirma que «el fin de la normativa que sanciona el *insider trading* (...) es excluir del mercado de valores mobiliarios a quienes puedan operar en una posición de privilegio informativo respecto a los demás inversores»⁸. Sin embargo, más recientemente, el juez de la Audiencia preliminar del Tribunal de Siracusa, en sentencia de 10 de abril de 1997⁹, ha afirmado la exigencia de un concreto disfrute de la información reservada por parte del agente, reconociendo el interés normativamente tutelado –incluso a la luz de la rúbrica de la Ley núm. 157/1991, «Normas relativas al uso de informaciones reservadas»– en la *par condicio* de aquellos que operan en bolsa, es decir, en el objetivo de evitar que alguien disfrute conscientemente de una posición de ventaja cognoscitiva vedada a la generalidad de los inversores.

Esta última interpretación resulta conforme a la percepción común del *insider trading*, entendido como la conducta irregular de quien desfigura las reglas del juego conociendo el resultado; además, la misma no sólo encuentra un aval en los trabajos preparatorios de la Ley núm. 157/1991, sino que se muestra coherente incluso con los contenidos de la Directiva CEE de 13 de noviembre de 1989, núm. 89/592, que en su considerando 4º observa que la confianza que inspira el mercado secundario de valores mobiliarios «se basa, entre otras cuestiones, en el hecho de que a los inversores se les garantiza la paridad de condiciones y la protección frente al *uso ilícito* de la información privilegiada»¹⁰.

prohibición de actuar, el desvalor finalmente se concentra y se agota en el momento de la violación del deber», para añadir a continuación, sin embargo, que «a una observación más atenta no se le puede escapar que, mantenido a distancia del núcleo de la incriminación por medio de la formulación de delitos-obstáculo, el desvalor sustancial deber ser buscado *aliunde*, y propiamente en la razón constitutiva de la prohibición de actuar».

⁸ Trib. Roma, 23 mayo 1996, en *Giur. comm.*, 1997, II, 207.

⁹ El texto de la sentencia será publicado de forma inminente en *Banca, borsa, tit. cred.*, 1998, II.

¹⁰ Desde este punto de vista, debe señalarse, sin embargo, que no sólo el título de la directiva hace referencia a la «coordinación de las normativas relativas a las operaciones efectuadas por personas que poseen informaciones privilegiadas (*insider trading*)», sino que, además, su considerando 12º afirma que «la operación efectuada por una persona que posea informaciones privilegiadas implica el disfrute de una información privilegiada».

No obstante, la alternativa entre una prohibición penal vinculada al disfrute de los conocimientos y una anclada, en cambio, en la realización de operaciones de bolsa por parte del poseedor de aquellas representa un dato tan consolidado en la experiencia internacional como para reflejarse indefectiblemente sobre la exégesis del precepto penal. La formulación del art. 2, párrafo 1, Ley núm. 157/1991 se proyecta, por lo tanto, sobre una mera relación de contextualidad cronológica entre la posesión de las informaciones privilegiadas y las operaciones de bolsa, sin reclamar ningún dolo específico de disfrute. De este modo, por ejemplo, a los fines de la configuración de la prohibición resulta irrelevante que el agente haya liquidado las acciones poseídas para cumplir una obligación: incluso en esta hipótesis, de hecho, el rígido deber de abstención debe considerarse violado.

En materia penal, una presunción normativa no puede, sin embargo, sobreponerse a su fundamento, determinando la responsabilidad del agente en hipótesis en las cuales incluso el sentido común demuestra la falacia de la misma. Por otra parte, en la materia económica una presunción normativa fundada sobre pronósticos errados puede ocasionar problemas y disfunciones no sólo a los operadores directamente involucrados, sino a todo el sistema.

Es necesario, por lo tanto, reconocer que la solución fundada sobre el deber absoluto de abstención implica fricciones e incoherencias difícilmente aceptables y, sobre todo, incompatibles con los caracteres propios de las sanciones penales y del correcto desarrollo del sistema económico. Y tal relevancia no ha escapado a la atención de la propia Consob, que en su memoria del año 1996 –no sin una manifiesta contradicción– por una parte observa que «tal deber de abstención es, en la práctica de los procedimientos instructores, de extrema utilidad para perseguir los objetivos que la ley se prefigura. Elimina de hecho el complejo problema de la individualización de la voluntad del sujeto inculpa de querer utilizar la específica información reservada y no otras. Lo que resulta relevante para la Ley no son las motivaciones subyacentes a las operaciones efectuadas, sino el haberlas realizado o no»; por otra parte, subraya, en cambio, que «la amplitud aplicativa de la norma se concreta en ser excesivamente incisiva con aquellos sujetos que, operando en el mercado en posesión de informaciones reservadas, no manifiesten la intención de disfrutar de la situación de privilegio informativo en la que se encuentran. Puede pensarse

en las hipótesis operativas de signo contrario a la referida, de simple *trading* o de movimientos de volumen muy reducido. El problema adquiere una dimensión no desdeñable para aquellos sujetos que con más facilidad poseen tales informaciones y que acostumbran a operar con continuidad en los mercados. La referencia inmediata es para las sociedades emisoras y otros intermediarios».

Encuentra así una adecuada explicación la modificación introducida por el t.u., que en el art. 180, párrafo 1, letra a), sanciona al *insider* que «adquiere, vende o realiza otras operaciones, incluso por medio de persona interpuesta, con instrumentos financieros aprovechándose de las informaciones» poseídas.

Ahora bien, tiene ciertamente fundamento el temor a que el requisito de «aprovercharse» conduzca a la impunidad de numerosas conductas de *trading*, en particular si son realizadas por inversores institucionales o profesionales o por los mismos emisores de valores mobiliarios o por las sociedades de la dirección del grupo; en este sentido, las críticas expresadas por el presidente de la Consob en el curso del debate que ha precedido a la promulgación del d. lgs. núm. 58/1998 poseen consistencia. Con todo, la innovación de referencia merece ser valorada, en la medida en que coordina plenamente el objeto de la prohibición normativa y el bien tutelado, negando la posibilidad de reconstruir el tipo en términos de presunción y, de este modo, convirtiéndolo en plenamente compatible con el principio de culpabilidad. Y, de hecho, el requisito de referencia remite no a un intento especulativo —de por sí siempre presente en toda operación de bolsa—, simplemente, a la necesaria relevancia que reside en el conocimiento poseído sobre el proceso de decisión y en la correlativa consciencia del agente de utilizar una información privilegiada. Tanto ahora como antes, por lo tanto, se trata de un dolo genérico, que la mayor parte de las veces podrá inferirse de las circunstancias del hecho concreto¹¹ y de la (en cualquier caso necesaria) demostración de la consciencia, por parte del agente, de la propia ventaja informativa, pero que al mismo tiempo sirve para cerrar el paso a injustas soluciones impuestas por la presunción absoluta actualmente vigente.

¹¹ A tal solución llega la doctrina francesa: por todos, GARÉ, *Délit d'initié*, en MESTRE-PUTMAN-VIDAL, *Grands arrêts du droit des affaires*, Paris, 1995, 626 s.

Por lo que concierne, más en concreto, a la objeción según la cual la exigencia de demostrar «que el agente se ha aprovechado efectivamente de la información comporta una investigación sobre las motivaciones de la operación destinada a hacer difícilmente operativa la norma»¹², resultan instructivas las soluciones aportadas por la evolución normativa registrada en Francia, donde el texto originario del art. 10-1 Orden de 28 de septiembre de 1967, núm. 67-833 (introducido por la Ley de 23 de diciembre de 1970, núm. 70-1208) sancionaba el «disfrute en bolsa de informaciones privilegiadas», que la Ley de 3 de enero de 1983, núm. 83-1 reformulaba como «realización de operaciones de bolsa sobre la base de tales informaciones» y, en fin, la Ley de 22 de enero de 1988, núm. 88-70 definitivamente describía como «realización en el mercado de bolsa de operaciones antes de que el público tenga conocimiento de las informaciones privilegiadas». A pesar de esta clara acogida de las soluciones fundadas sobre el simple deber de abstención, una investigación desarrollada por la COB ha puesto de manifiesto que «dos grupos de accionistas, que tenían perspectivas diferentes sobre el futuro del grupo, habían procedido a recogidas importantes en el mercado de su título en la medida en que los dos poseían, en su calidad de participantes en la dirección del grupo, informaciones confidenciales sobre los beneficios de éste. La investigación ha podido demostrar que estas recogidas estaban dirigidas a consolidar las respectivas posiciones de los protagonistas, en concurrencia abierta y pública, y a reaccionar a los comportamientos de los respectivos adversarios. Además, estos operadores no habían observado el comportamiento que caracteriza generalmente al *insider*. Así, en este caso, y en ausencia de jurisprudencia, la Comisión ha entendido que el delito de *insider* no parecía haberse perfeccionado, pero ha enviado su informe a la Fiscalía de la República (que no le ha dado continuidad hasta el momento)»¹³.

¹² De esta opinión, BARTULLI, op. cit., 119; cfr. BARTALENA, op. ult. cit., 265 s.; CARRIERO, *Informazione, mercato, buona fede: il cosiddetto insider trading*, Milano, 1992, 123. En sentido contrario, señalando en cambio el peligro que representa una incriminación fundada sobre una presunción de disfrute, idónea para evocar incluso una posterior presunción de posesión de las informaciones privilegiadas, MUSCO, op. cit., 336; SEMINARA, *Riflessioni in margine*, cit., 227 ss.

¹³ Cfr. SVETCHINE, *La repressione dell'insider trading nel'esperienza francese*, en *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario*. L'insider trading, editado por Rabitti Be-

Brevemente: ante el dilema entre una norma de limitadas potencialidades operativas y una capaz de alcanzar incluso a conductas no dañosas para el bien protegido, el principio de culpabilidad agregado a la necesaria lesividad del ilícito no admite vacilaciones; salvo que, claro es, se revolucione la configuración del sistema, construyendo la prohibición examinada con función preventiva respecto del abuso de informaciones privilegiadas, y adoptando, con este fin, instrumentos sancionadores no penales.

En relación con los sujetos *insiders*, el art. 180, párrafo 1, letra b), t.u. añade las prohibiciones adicionales de comunicar a otro, sin motivo justificado, informaciones, o de aconsejar a otros, sobre la base de las mismas, la realización de alguna de las operaciones indicadas en la letra a). Sin detenerse en la cláusula eximente del «motivo justificado», que encuentra su campo natural en el ámbito de las informaciones en el interior del grupo, es oportuno señalar que la modificación introducida por la letra a) habría reclamado una correspondiente reformulación de la letra b); por el contrario, debe constatarse que la caracterización de la norma primaria –que opera con la exigencia de un abuso de información– no se verifica en la norma secundaria, la cual se integra con independencia del dolo de favorecer operaciones de bolsa de otro y se alza así en defensa de un genérico deber de reserva que resulta, sin embargo, extraño a la disciplina del *insider trading*¹⁴. En

dogni, Milano, 1992, 79 s. Hay que resaltar, por lo demás, que en la doctrina francesa resulta pacífica la idea de que el legislador ha intentado sancionar un mero deber de abstención de las operaciones de bolsa en relación con los *insiders* que poseen informaciones privilegiadas: por todos, vid. DUCOULOUX-FAVARD, *Droit pénal des affaires*, Paris, 1993, 2ª ed., 169; ID., *Valeurs mobilières*, en *Dalloz-Repertoire de droit pénal et de procédure pénale*, Paris, 1995, V, 10 s.

¹⁴ Una precisión se impone, por lo demás, en relación al alcance de tal deber de reserva. El precepto examinado se sustenta, de hecho, sobre la prohibición de comunicar las informaciones «o» de aconsejar a otros la realización de operaciones de adquisición o venta de instrumentos financieros. La equiparación de las dos hipótesis, junto a su naturaleza complementaria respecto de la prohibición de realizar personalmente las mismas operaciones, induce a excluir la responsabilidad penal de quien se limita a aconsejar a otros en orden a la no-realización de una determinada transacción (así también MUCCIARELLI, op. cit., 126 ss.): tal exclusión de la responsabilidad penal del denominado *insider non trading*, si resulta razonable respecto del poseedor de la información (por todos, SEMINARA, *Insider trading*, cit., 136), lo es, sin embargo, bastante menos para el caso de consejos a terceros y, al mismo tiempo, evidencia una significativa limitación del deber de reserva.

verdad, si la ley está preordenada al fin de impedir el empleo de informaciones privilegiadas en operaciones de bolsa, la prohibición normativa debería estar dirigida a quien realiza personalmente la conducta o (como dispone en Francia el ya citado art. 10-1 ord. núm. 67-833) conscientemente consiente que otros la realicen; mientras un tipo construido sobre la mera violación del deber de secreto resulta provisto de un ámbito aplicativo extremadamente más amplio, y comprensivo de situaciones absolutamente heterogéneas. Incluso evitando sumergirse en los complejos problemas que de ello se siguen en materia de concurso de normas¹⁵, la exigencia de coordinación entre ambas disposiciones debería haber obligado al legislador a llevar a cabo una reflexión más mesurada.

Considerando los denominados *tippees*, el art. 180, párrafo 2, t.u. limita su responsabilidad penal a la realización de operaciones de bolsa sobre la base de informaciones privilegiadas obtenidas, directa o indirectamente, de los sujetos mencionados en el párrafo 1. También en este punto se da una sensible diferencia respecto de lo establecido en el art. 2, párrafo 4, Ley núm. 157/1991, que (conteniendo una laguna, debida a un grosero defecto de coordinación, en relación con los casos en los que la información proviene de un socio) sanciona también las conductas de comunicación y consejo.

Esta innovación tiene el mérito de suprimir una equiparación «exagerada y absurda»¹⁶ y de reestablecer una correcta distinción entre los que han adquirido sus conocimientos en calidad de accionistas o por razones de tipo funcional y los que, en cambio, no estando vinculados a la fuente de información por ningún deber de reserva, son destinatarios de un obligación de contenido menos incisivo¹⁷. Tal restricción del ámbito de punición de los denominados *tippees* hace surgir el temor de un excesivo debilitamiento de la disciplina normativa, que podía evitarse de forma más oportuna por medio de la previsión de una sanción administrativa.

¹⁵ Vid. SEMINARA, *L'insider trading nella prospettiva penalistica*, en *Giur. comm.*, 1992, I, 652 s.

¹⁶ En este sentido BARTULLI-ROMANO, op. cit., 665.

¹⁷ La misma diferenciación se halla en la citada Directiva núm. 89/592/CEE, que en el art. 6 deja al arbitrio de los Estados miembros la extensión a los *tippees* de las prohibiciones de comunicar la información privilegiada a terceros o de dar consejos a los mismos.

En todo caso, y para concluir este punto, es necesario subrayar que la diversidad de los vínculos que afectan a las dos categorías de destinatarios del precepto no puede ser eludida por el intérprete mediante la dilatación del grupo de los *insiders* primarios. Como se ha apuntado ya, éste se individualiza a la luz de las modalidades de adquisición de la información, y la locución «por razón de» subraya la exigencia de un nexo funcional que vincule la actividad concretamente ejercitada y la adquisición del conocimiento.

IV. Significativas novedades se presentan en el plano sancionador. El sensible incremento de la pena base (que de prisión hasta un año y multa de 10 a 300 millones de liras pasa a prisión hasta dos años y a multa de 20 a 600 millones de liras) se coordina con el mantenimiento, en el párrafo 4, de la facultad del juez de aumentar la multa hasta el triple cuando la misma resulte inadecuada incluso aunque sea aplicada en su límite máximo y, en el párrafo 5, del comiso obligatorio (incluso en las hipótesis de condena pronunciada como consecuencia de un acuerdo) de los medios, incluso financieros, utilizados para cometer el delito y de los bienes que constituyen el beneficio del mismo, salvo que pertenezcan a persona ajena al delito. A pesar de que pueda comprobarse una mejora respecto de las carencias que lastran la actual normativa, la nueva disciplina no está exenta de críticas desde dos puntos de vista.

El primero se refiere a la previsión de la agravación, ahora vinculada de forma indiferenciada a la relevante dañosidad del hecho, a las cualidades personales del culpable o a la entidad del beneficio conseguido. Quizás en el intento de compensar las restricciones de las conductas punibles, aquí el legislador se ha dejado ir, confiando al juez la posibilidad de cuantificar la multa hasta el máximo de 1.800.000 millones de liras por medio de una previsión indefinida en grado sumo, en tanto que fundada sobre elementos heterogéneos y expresivos en distinta forma del desvalor de la conducta, que ya de por sí orientan la determinación de la pena base¹⁸. Habría sido más correcto, por un lado, referir la agravación —como en el art. 2,

¹⁸ Sobre el problema de las denominadas agravantes indefinidas, por todos, FIANDACA-MUSCO, *Diritto penale, pt. gen.*, 3ª ed., Bologna, 1995, 374.

párrafo 5, Ley núm. 157/1991– exclusivamente a la «relevante gravedad del hecho» (*rectius*, a su «especial» gravedad) y, por otro lado, introducir una cláusula que garantizase mínimamente la adecuación de la multa, vinculándola en su límite inferior al beneficio (eventualmente) conseguido por el reo.

El segundo motivo de perplejidad se refiere a la persistente articulación de la respuesta sancionadora sobre una pena privativa de libertad en unión de una pena pecuniaria, que obliga al juez a afrontar el problema de la suspensión condicional *ex art.* 163 CP a la luz de la rígida alternativa entre una multa realmente proporcional al desvalor del hecho o determinada en función de los modestos límites permitidos por la concesión del beneficio¹⁹. Pero cualquiera puede comprender que aquí no se trata de escoger si atribuir la preeminencia a las exigencias preventivo-generales o a las preventivo-especiales, sino de garantizar una plena compatibilidad entre las exigencias de reeducación del reo y de efectividad de la pena: la única solución al respecto –capaz además de evitar la angustiosa opción entre un aumento de la multa hasta el triplo y una determinación de la misma dentro de los estrechos límites establecidos en el art. 135 CP– es la separación entre la pena privativa de libertad y la pecuniaria, de modo que sólo la primera puede eventualmente beneficiarse de la suspensión condicional.

Absolutamente compatible es, en cambio, la previsión de la obligatoriedad del comiso, referido a los medios financieros (cuando el delito haya consistido en la adquisición de títulos) o al beneficio obtenido. En efecto, en el actual momento histórico, caracterizado por una masiva recuperación de las penas privadas²⁰, se presenta como inadmisibles la ausencia, en la Ley núm. 157/1991, de un mecanismo orientado a sustraer al reo los beneficios de su actividad ilícita; para evitar dificultades aplicativas ya

¹⁹ El art. 163 CP establece que la pena privativa de libertad puede estar suspendida durante un plazo de cinco o dos años (según que la condena sea, respectivamente, por un delito o por una contravención) si la misma no supera en concreto el límite de dos años; cuando se trate de una pena pecuniaria, el art. 135 CP dispone que 75.000 liras equivalen a un día de pena privativa de libertad. El art. 167 CP añade que el delito se extingue si, en el referido plazo de cinco o dos años, el condenado no comete un nuevo delito.

²⁰ Por todos ROMANO, *Risarcimento del danno da reato, diritto civile, diritto penale*, en *Riv. It. Dir. Proc. Pen.*, 1993, 865 ss.

experimentadas por la institución general del comiso, regulado por el art. 240 CP²¹, habría sido, no obstante, más oportuno que la misma se refiriese a los «bienes que (...) constituyen el beneficio» pero también –como dispone el art. 644, párrafo 6º, CP en materia de usura– a «sumas de dinero, bienes y utilidades de las cuales el reo tiene disponibilidad, inclusive por medio de una persona interpuesta»²². La pena accesoria de referencia –cuya previsión sirve indirectamente para confirmar la tesis que niega un derecho de resarcimiento de las contrapartes del *insider* en las operaciones de bolsa– queda, por lo demás, excluida cuando los títulos o el beneficio pertenezcan a un tercero (por ejemplo, el cliente por cuenta del cual el intermediario ha actuado); ello viene a demostrar, contrariamente a la percepción generalizada del fenómeno criminal examinado, que el mismo puede también no tener móviles egoístas.

V. Con el fin de comprender en su conjunto el sentido de las modificaciones introducidas, se hace necesario considerar el entramado legislativo en la cual las mismas se han insertado y, en particular, es indispensable valorar si la reducción del ámbito operativo de los preceptos penales viene compensada –hallando así justificación– por un incremento de su efectividad, debido a un reforzamiento de los poderes de la Consob. A tal fin, conviene proceder por fases, iniciando el análisis con la normativa introducida por la Ley núm. 157/1991 y pasando después a la normativa introducida por el d. lgs. núm. 58/1998.

En materia de investigaciones por hechos de *insider trading*, el art. 8, párrafo 1, Ley núm. 157/1991 genéricamente reconoce a la Comisión los poderes ya atribuidos por el art. 3, Ley núm. 216, de 7 de junio de 1974, previendo además la posibilidad de aprovechar la colaboración de

²¹ A la luz de una interpretación hoy dominante, el beneficio objeto del comiso regulado por el art. 240 CP se entiende como la consecuencia económica inmediata del delito, dilatable hasta comprender «el resultado económico de una primera relación de intercambio del producto del delito, pero sin posibilidad de una ulterior expansión» (por todos, GRASSO, en ROMANO-GRASSO-PADOVANI, *Commentario sistematico del codice penale*, II, Milano, 1994, art. 240, 21).

²² Cfr. sobre ello, por todos, MUCIARELLI, *L. 7-3-1996, n. 108. Disposizioni in materia di usura*, en *Leg. pen.*, 1997, 535 s.

las Administraciones públicas y de pedir a todos los sujetos interesados las informaciones necesarias. El párrafo 2 del mismo art. 8 establece la pena de arresto hasta tres meses o de multa de 2 a 40 millones de liras para los administradores, liquidadores, síndicos, auditores, directores generales y dirigentes de las sociedades o entes, así como para los otros sujetos obligados en el sentido del párrafo 1, que no cumplan en sus términos las solicitudes de elementos por parte de la Consob o obstaculicen o retarden el ejercicio de sus funciones.

A pesar de que la Memoria de la Consob del año 1996 observa que «tales poderes se han demostrado en vía ordinaria suficientes para la tramitación de las investigaciones» –limitándose a solicitar su integración mediante instrumentos añadidos, como la facultad de reclamar las listas de llamadas a las compañías telefónicas y la introducción de sanciones administrativas para las falsas declaraciones, como complemento de las penas–, la doctrina ha puesto acertadamente de manifiesto que la remisión, llevada a cabo por el art. 8, párrafo 1, al art. 3 Ley núm. 216/1974 comporta que la Autoridad pueda efectuar inspecciones y recibir informes y aclaraciones «con el fin de verificar el carácter exacto y completo de los datos e informes comunicados» (art. 3 letra c) y, por lo tanto, sólo después de la recepción de los mismos²³. En cualquier caso, la experiencia extranjera –señaladamente la de los Estados Unidos y la de Francia– ha demostrado desde hace tiempo que la mejor vía para un incremento de la efectividad de los preceptos penales va pareja a una sustancial potenciación de los poderes de investigación específicamente atribuidos a la Consob.

El sistema introducido por el d. lgs. núm. 58/1998 evoluciona, sin embargo, en la dirección opuesta a esta conclusión, recogiendo sobre ello sólo dos normas.

La primera es la del art. 185, párrafo 2, el cual –sin prever ninguna sanción expresa– establece que «la Consob realiza los actos de verificación de las violaciones aprovechándose de los poderes atribuidos a la misma en relación con los sujetos sometidos a su vigilancia». La remisión,

²³ Sobre ello, MUCCIARELLI, *Speculazione mobiliare*, cit., 244 s.; vid. también SEMINARA, en PEDRAZZI-ALESSANDRI-FOFFANI-SEMINARA-SPAGNOLO, op. cit., 470 s.

llevada a cabo de este modo, a las normas que regulan los poderes de vigilancia de la Autoridad (vid. los arts. 7 s., 10 y 12 respecto de los intermediarios habilitados; los arts. 73 s. y 82 para las sociedades de gestión de los mercados reglamentados de instrumentos financieros; los arts. 115 s. respecto de los emisores cotizados, así como de los sujetos controladores y de las sociedades controladas, poseedores de participaciones relevantes, adherentes a pactos parasociales y emisores de instrumentos financieros no cotizados en los mercados italianos y difundidos entre el público; el art. 162 para las sociedades de revisión) sirve para determinar el contenido de los poderes de investigación, pero no para llevar a cabo su asimilación con los poderes de vigilancia informativa e inspectora, que mantienen su distinción. De modo que, en el momento de individualizar las conductas de obstaculización del ejercicio y de desobediencia a las solicitudes de la Consob orientadas a la verificación del delito de abuso de informaciones privilegiadas, el recurso al art. 171 aparece vedado por el hecho de que éste se refiere a la tutela de la actividad de vigilancia de la Autoridad, y las únicas normas aplicables resultan ser los arts. 174 y 190, relativos respectivamente a los administradores, síndicos y dirigentes de emisores y a los intermediarios habilitados, y dotados el primero por la sanción de arresto de seis meses a tres años y por multa hasta cien millones de liras y el segundo por la sanción administrativa pecuniaria de uno a cincuenta millones de liras. Sin detenerse sobre la evidente irracionalidad de una pena tan distinta para hechos de idéntico contenido lesivo, ello significa –aun cuando pueda parecer sorprendente– que las conductas llevadas a cabo por los titulares de las funciones de administración, dirección y control en sociedades de gestión de mercado o por promotores financieros o agentes de cambio quedan exentas de pena por la ausencia de previsiones sancionadoras al respecto.

Y no es suficiente. El art. 185, párrafo 3, añade que «al mismo fin, la Consob puede además: (a) solicitar informes, datos o documentos a quien aparezca como informado sobre los hechos, estableciendo un plazo para la comunicación correspondiente; (b) proceder a la audiencia de quien aparezca como informado sobre los hechos, redactando un expediente verbal; (c) aprovecharse de la colaboración de las Administraciones públicas y acceder al sistema informativo del registro tributario». La posterior precisión, contenida en el párrafo 4, de que «los poderes previstos por el párrafo 3, letra a) y b), serán ejercitados con respeto a las disposiciones de los

artículos 199, 200, 201, 202, 203 del Código de procedimiento penal, en cuanto sean compatibles», pone de relieve una preocupación garantista del legislador en sí quizás digna de elogio, pero en este caso fuera de lugar: tales actividades instructoras, estando privadas de cualquier aparato sancionador, quedan abandonadas a la libre discrecionalidad de los interesados, los cuales pueden sustraerse, o aportar informaciones falsas o incompletas, sin temor a consecuencias perjudiciales de ningún tipo.

En fin, para incrementar la sensación de desconcierto es necesario llamar la atención sobre la supresión del art. 8, párrafo 1, Ley núm. 157/1991, en la parte en la cual dispone que la denuncia por hechos de *insider trading*, verificados por la Autoridad en el curso de sus propias actividades de investigación «debe ser propuesta exclusivamente por el Presidente de la Consob». Como consecuencia de tal abolición, por lo tanto, como el Ministerio Fiscal está ahora obligado a informar «sin demora» al Presidente de la Consob cuando tenga noticia de un delito de abuso de informaciones privilegiadas (art. 185 párrafo 1 t.u.), así las *notitiae criminis* adquiridas por la Autoridad se transmiten «sin demora» por el Ministerio Público o por un oficial de la policía judicial (art. 331, párrafo 2, Código de procedimiento penal): con el evidente riesgo de gravísimas disfunciones para el mercado debidas a «filtraciones» de las denuncias (que podrían posteriormente demostrarse infundadas) y de solapamiento de investigaciones, que la norma suprimida lograba evitar. Resulta evidente que, acaecida la inscripción de la noticia del delito en el registro apropiado, la Consob puede solicitar al Ministerio Fiscal que proceda a la audiencia de toda persona informada de los hechos, adquiriendo vigencia de este modo la reclusión sancionadora establecida por el art. 371 *bis* o 378 CP; queda, sin embargo, la duda de si tiene todavía sentido el propio desarrollo de las investigaciones por parte de la Consob.

Por todo lo que antecede, la desoladora experiencia jurisprudencial vivida hasta el momento por la incriminación estudiada (¡en más de seis años de vida, por lo que muestran las crónicas, una condena como consecuencia de vista oral y dos sentencias de conformidad!) debería pasar a la historia como el período de su máximo fulgor.