

DANIEL FERRANDIS CIPRIÁN
LUCÍA MARTÍNEZ GARAY

Universidad de Valencia

**Tratamiento penal del abuso de información privilegiada
en el mercado financiero***

* Este trabajo ha sido realizado en el marco del Proyecto de Investigación sobre el tema “Los principios de legalidad y culpabilidad en el Código penal de 1995”, subvencionado por la Dirección General de Enseñanza Superior del Ministerio de Educación y Cultura (PB97-1370).

Sumario

I. INTRODUCCIÓN. I.1. Derecho comparado. Argumentos a favor y en contra de la prohibición. **I.2.** Marco normativo preexistente. *A) Directiva. B) Normativa administrativa de la LMV. C) Código penal de 1973.* **II. REGULACIÓN CONTENIDA EN EL CÓDIGO PENAL DE 1995. II.1.** Bien jurídico. **II.2.** Objeto material: instrumentos, mercados, “información privilegiada”. **II.3.** Sujetos activos. **II.4.** Conductas castigadas. **II.5.** Concursos. **II.6.** Pena. **II.7.** Supuestos agravados. **II.8.** Perseguibilidad. **III. CONCURRENCIA DE SANCIONES PENALES Y ADMINISTRATIVAS. IV. CONCLUSIONES. V. BIBLIOGRAFÍA.**

“Dévolier les intrigues de la Bourse et de Courtiers,
c’est entreprendre un des travaux d’Hercule.”

CHARLES FOURIER. *La Phalange*, 1848.

I. INTRODUCCIÓN*

Se entiende por ‘abuso de información privilegiada’ la realización de operaciones ventajosas en los mercados financieros utilizando una información no conocida por el público, y que de conocerse afectaría al precio de cotización de determinados valores¹. Estas conductas, también conocidas como operaciones de iniciados o prácticas *insider trading*², forman parte del llamado Derecho penal económico, o Derecho penal de la economía, conjunto de tipos delictivos que se han ido incorporando a los textos punitivos de los diversos países en las últimas décadas

* Algunas de las abreviaturas utilizadas en el texto son: CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores; DOCE: Diario Oficial de las Comunidades Europeas; LMV: Ley del Mercado de Valores; AP: Audiencia Provincial; STC: Sentencia del Tribunal Constitucional.

1 *Vid.* conceptos similares en BAJO FERNÁNDEZ, 1999, pp. 123 y s.; ESTEVAN DE QUESADA, 1995, p. 13443; GONZÁLEZ CUSSAC, 1989, p. 124.

2 Algunas consideraciones acerca de la equivalencia de estas expresiones en ESTEVAN DE QUESADA, 1995, pp. 13442 y s.

y que se diferencian sustancialmente, tanto por los bienes jurídicos que protegen como por las técnicas de tipificación en ellos utilizadas, de los clásicos delitos contra la propiedad o el patrimonio presentes en los Códigos penales desde el siglo XIX. Las especiales características que presenta este sector del ordenamiento jurídico penal han dado lugar, como es sabido, a intensos debates doctrinales por la dificultad, en ocasiones, de interpretar los nuevos preceptos a partir de las construcciones dogmáticas elaboradas sobre la base del Derecho penal 'clásico'³.

Por lo que respecta, en concreto, al abuso de información privilegiada, la necesidad de abordar los diversos problemas interpretativos que plantea se ve acrecentada por el hecho de su novedad, ya que ha surgido como delito por primera vez en nuestro ordenamiento con el Código penal de 1995, sin que en el texto punitivo anterior se contuviera, salvo lo que más adelante se dirá, una figura equivalente. Ello no quiere decir, sin embargo, que la labor exegética del nuevo precepto haya de partir completamente de cero, pues los comportamientos relativos al abuso de información privilegiada, además de tener una larga historia en algunas legislaciones del Derecho comparado, son desde 1988 objeto de regulación y sanción administrativa en nuestro país. Por otro lado, los textos de los Proyectos de Código penal de 1992 y 1994 contemplaban ya tipos referentes a la materia que nos ocupa, lo que dio ocasión a que alguna doctrina se ocupara ya de la valoración de los mismos. Todo ello sin olvidar que, si bien no en el ámbito concreto de los mercados de valores, el Código penal de 1973 contenía ya, desde 1991, algunas referencias al uso de información privilegiada.

3 Estos problemas no son, desde luego, privativos del Derecho penal económico, aunque el presente trabajo ha de limitarse, como no puede ser de otra forma, al ámbito de la delincuencia socioeconómica. Da cuenta de esta contraposición entre Derecho penal clásico y moderno, entre otros, MARTÍNEZ-BUJÁN, 1999a, pp. 19 ss. Para un análisis de los problemas que plantean las diversas cuestiones dogmáticas comunes a los delitos socioeconómicos puede verse la misma obra, *passim*.

Por todo ello, antes de comenzar el análisis dogmático del artículo 285 del Código penal, y al objeto de procurar una visión más completa de la problemática que rodea al nuevo delito, consideramos conveniente referirnos, aunque sea en forma breve, a una serie de cuestiones. Por una parte, a la evolución sufrida por la normativa en torno a este fenómeno en los diversos países, así como a los argumentos que tradicionalmente se han manejado en torno a la justificación y conveniencia de la prohibición de estas conductas. Por otro lado, reseñaremos los elementos principales del marco normativo ya existente en nuestro ordenamiento, en el que ha venido a insertarse el nuevo delito del artículo 285.

I. 1. Derecho comparado. Argumentos a favor y en contra de la prohibición

Suele señalarse el *crack* de 1929 en la bolsa de Nueva York como desencadenante del inicio de la regulación legal de las conductas relacionadas con información privilegiada referente a operaciones en los mercados financieros⁴. Estados Unidos fue, en efecto, pionero en la previsión de sanciones, en fecha tan temprana como 1934, y desde entonces la regulación del *insider trading* en ese país se ha caracterizado por una legislación abundante, en la que se contiene un complejo abanico de sanciones civiles, mercantiles, administrativas y penales, que pueden llegar a ser de gran dureza, y por una evolución jurisprudencial que ha tendido a interpretar extensivamente los conceptos legales. Por otra parte, no cabe desconocer que, merced a las peculiaridades del sistema anglosajón, la mayoría de las pretensiones se dirigen a la vía civil, con numerosos acuerdos extrajudiciales, por lo que las declaraciones de culpabilidad penal son en realidad escasas⁵.

4 En este sentido, GONZÁLEZ CUSSAC, 1989, p. 121.; LÓPEZ BARJA, 1998, p. 336.; LÓPEZ PEREGRIN, 1993, p. 433.

5 Vid. GÓMEZ INIESTA, 1997, pp. 63 ss.

Fue también en Estados Unidos donde, a partir de los años 60, se planteó con más virulencia el debate en torno a la conveniencia o no de prohibir las prácticas *insider trading*. Comenzaron a sostenerse en aquel momento argumentos según los cuales estas operaciones no causaban efectos perjudiciales, como hasta entonces se había considerado, sino que, por el contrario, producían consecuencias beneficiosas en los mercados desde el punto de vista económico. Estos efectos positivos serían de diversa índole: por un lado, el *insider trading* aumentaría la eficiencia del mercado al hacer que los títulos reflejaran el impacto de la información sobre los precios de manera más gradual, al mismo tiempo que contribuiría a otorgar a los títulos su valor real. Por otra parte, el beneficio obtenido por el uso de la información privilegiada supondría una vía de remuneración de los directivos de las compañías sin costo para estas últimas, y, por último, se afirmaba también que las operaciones de los *insiders* no producían en realidad perjuicios económicos a los demás intervinientes en el mercado.

Estos argumentos fueron, a su vez, contestados por la doctrina. Por lo que toca a los efectos macroeconómicos, se ha negado que la utilización de información privilegiada realmente aumente la eficiencia del mercado, señalándose, además, que lo que estas prácticas en realidad provocan es una puesta en peligro de la confianza de los inversores en los mercados con lo que se ponen en grave riesgo el funcionamiento y la propia subsistencia de los mismos. Por otro lado, se ha afirmado que sí pueden existir perjudicados concretos a causa de las operaciones de los iniciados. Y, por último, también se ha discutido que sea ésta una vía de remuneración adecuada para los directivos de las empresas; más aún, se ha puesto de relieve la posibilidad de que los propios intereses empresariales puedan verse negativamente afectados por el abuso de información privilegiada por parte de sus directivos⁶.

6 Para una descripción más detallada de todas estas posturas *vid.* ESTEVAN DE QUESADA, 1995, pp. 13444 y ss., con ulteriores referencias. Cfr., también, LÓPEZ BARJA, 1998, pp. 336 y s. GONZÁLEZ CUSSAC ha clasificado, siguien-

En definitiva, parece que tras la polémica ha terminado imponiéndose en todos los países la tendencia favorable a la prohibición del abuso de información privilegiada, si bien un sector minoritario en la doctrina sigue mostrándose escéptico⁷. Donde aún no se ha alcanzado un grado elevado de consenso es en la cuestión relativa a los medios por los cuales se debe luchar contra estas prácticas, y, en especial, se discute la justificación y conveniencia de utilizar para estos fines sanciones penales. Los argumentos utilizados para oponerse a la criminalización del abuso de información privilegiada suelen aducir, o bien consideraciones en torno al bien jurídico, el cual no sería suficientemente digno de protección penal, o bien razones de índole práctica, en el sentido de que la jurisdicción penal carece de los medios adecuados para investigar y probar estas conductas, con lo que los preceptos correspondientes difícilmente podrían resultar nunca de aplicación a un caso concreto, siendo, en consecuencia, preferible dejar la sanción de estas conductas al cuidado de la Administración, cuya actuación se presume mucho más

do a STRATENWERTH, las razones esgrimidas por los partidarios de la prohibición del *insider trading* en torno a tres criterios. Según el primero, "tales transacciones pueden ir en contra de los intereses de la economía general, al hacer peligrar la confianza del inversor y por tanto, el funcionamiento del mercado de capitales". En segundo lugar, las operaciones de iniciados "pueden considerarse como un abuso de confianza respecto a la empresa en la cual o para la cual trabaja el iniciado y en consecuencia, como una violación de los intereses empresariales". Por último, se ha conceptualizado también el abuso como "un engaño a otros inversores y en ese sentido, una violación del principio de igualdad de oportunidades" (GONZÁLEZ CUSSAC, 1989, pp. 124 y s.).

7 En nuestra doctrina, por ejemplo, BAJO FERNÁNDEZ, 1999, *passim*.

8 En este sentido, BAJO FERNÁNDEZ, 1999, p. 126 y *passim*; parece ser ésta también la opinión de QUERALT JIMÉNEZ, 1996, pp. 472 y s. Se mostraba igualmente crítico con la introducción de un tipo penal, si bien en referencia a la regulación contenida en el Proyecto de Código penal de 1992, ARROYO ZAPATERO, 1995, p. 60 y s. A favor de la criminalización, entre otros, GÓMEZ INIESTA, 1997, pp. 307 y ss.; también a favor, aunque poniendo de relieve las dificultades con que se encuentra la intervención penal, GONZÁLEZ CUSSAC, 1989, p. 124 y ss. A favor, aunque críticos con la concreta tipificación del Código penal, MARTÍNEZ-BUJÁN, 1999b, pp. 135 y ss (con referencias), GONZÁLEZ RUS, p. 516.

eficaz⁸. A estas cuestiones se intentará dar una respuesta a lo largo del presente trabajo.

Para terminar con el panorama que ofrece en la actualidad el Derecho comparado, y por lo que toca al ámbito que nos es más cercano, en Europa el primer signo de preocupación por las prácticas de abuso de información privilegiada en los mercados de valores fue el *Informe del grupo de expertos sobre la integración de los mercados de capitales*, de 1967, en el que, entre otras cosas, se señalaba la necesidad de que los Estados miembros aproximasen sus controles relativos a la información susceptible de influenciar las cotizaciones⁹. La situación de partida se caracterizaba por la existencia de normativas bastante dispares, desde Francia, país que contaba ya a partir de 1967 con sanciones penales para las prácticas *insider trading*, hasta Alemania, que mantuvo hasta 1994 un sistema basado en la autodisciplina de los propios sujetos intervinientes en el mercado¹⁰. A partir del informe citado, las regulaciones nacionales de la materia que nos ocupa tendieron a una progresiva armonización, que culminó con la aprobación de la Directiva 89/592, de 18 de noviembre de 1989, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada. El contenido de este texto será analizado brevemente en el siguiente epígrafe; sin embargo, interesa destacar ahora que, aunque la Directiva sólo impone a los Estados miembros la adopción de “medidas necesarias” y “sanciones suficientes” dirigidas a contrarrestar el fenómeno del disfrute en bolsa de información privilegiada, sin decantarse por la naturaleza civil, administrativa o penal de las mismas, han seguido desde entonces la vía penal, entre otros, Italia (Decreto legislativo de 24 de febrero de 1998, núm. 58 que aprueba el Texto único de las disposiciones en materia de intermediación financiera), Reino Unido (Parte V del *Criminal Justice Act* de 1993) Alemania (*Gesetz über den*

9 GÓMEZ INIESTA, 1997, pp. 68 y s.

10 Una exposición detallada del panorama que ofrecen los diversos ordenamientos jurídicos europeos puede verse en GÓMEZ INIESTA, 1997, pp. 81 y ss.; también en RUIZ RODRÍGUEZ, 1997, pp. 138 y ss.

Wertpapierhandel und zur Änderung börsen-rechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften, WpHG, 1994) y, más recientemente, España¹¹. La opción mayoritaria por la sanción penal en estos países no impide que junto a la misma se considere adecuada la existencia de medidas de vigilancia disuasorias y protectoras del mercado, por ejemplo la existencia de Comisiones, entre cuyas funciones se encuentra la vigilancia y control del mercado (en España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV), así como la imposición de deberes relativos a la información, estimándose que la sanción penal debe entrar como *ultima ratio* y para los supuestos más graves. En la actualidad, por tanto, el sistema utilizado en la mayoría de los países europeos para evitar las prácticas de los *insiders* consiste en una combinación de medidas de carácter administrativo, apoyadas por sanciones penales.

I.2. Marco normativo preexistente

A) Directiva

A partir del citado Informe del grupo de expertos de 1967, las Comunidades Europeas comenzaron a articular medidas para poner coto a la explotación abusiva de información privilegiada. El primer intento en este sentido fue la Recomendación de la Comisión 77/534/CEE, de 25 de julio de 1977, por la que se establecía un Código de conducta europeo relativo a las transacciones referentes a los valores mobiliarios¹². Con esta Recomendación la Comisión intentaba plasmar un código de principios cuyo respeto y aplicación ayudaría a crear una ética común que conduciría a una mayor integración y a un desarrollo armonioso de las actividades económicas en el seno de las

11 También Suiza incorporó en 1987 el delito de abuso de información privilegiada a su Código penal, si bien parece que ello estuvo motivado en gran medida por presiones estadounidenses; vid. GÓMEZ INIESTA, 1997, pp. 104 y s. Vid. referencias a la regulación penal en otros países europeos en HERNÁNDEZ SAÍNZ, 1977, margs. 177 y ss., especialmente nota 16.

12 DOCE n° L- 212 de 20 de agosto de 1977, pp. 37-40.

Comunidades. Entre estos principios se encontraban algunos relativos al uso inapropiado de información privilegiada que se traducían en un conjunto de obligaciones dirigidas a garantizar la transparencia informativa¹³. Como su *nomen* indica, en este código primaba el aspecto deontológico sobre el aspecto reglamentario, y ello, unido al hecho de que al promulgarse en forma de Recomendación no gozaba de obligatoriedad para los Estados miembros, limitó mucho la eficacia de sus postulados. No obstante, alguna de sus propuestas concretas sí que influyó en las regulaciones nacionales, y entre ellas en la Ley del Mercado de Valores española¹⁴.

Sin embargo, habría que esperar todavía unos años para encontrar la primera regulación vinculante en la materia. Fue el 25 de mayo de 1987 cuando la Comisión de las Comunidades Europeas presentó una Propuesta de Directiva al Consejo sobre coordinación de las normas relativas a las operaciones con información privilegiada, habida cuenta la ausencia en algunos de los Estados miembros de una normativa que prohibiese las operaciones con información privilegiada, así como las importantes diferencias observadas entre las regulaciones existentes al res-

13 Estas obligaciones pueden esquematizarse de la siguiente manera:

a) Los intermediarios financieros se esforzarán por mantener el carácter secreto, incluso entre los diferentes departamentos o servicios de sus entidades, de las informaciones de que se benefician con ocasión del cumplimiento de sus funciones, que no estén todavía publicadas y que, si lo fueren, podrán influir de un modo apreciable en la cotización de un valor mobiliario. Los intermediarios financieros, no podrán utilizar en particular estas informaciones, ni en las operaciones que efectúen por su propia cuenta en los mercados de valores mobiliarios ni en las operaciones que tengan que aconsejar o efectuar por cuenta de sus clientes.

b) Todas las personas que dispongan, con motivo del ejercicio de su profesión o de su función, de una información que no hubiese sido hecha pública, relativa a una sociedad o al mercado de sus títulos o a algún acontecimiento que interese al mercado en general, que pudiera, si se publicare, influir de manera apreciable en la cotización de uno o varios valores mobiliarios, se abstendrán de realizar, directa o indirectamente, cualquier operación por la cual aprovechan dicha información, así como de comunicarla a un tercero para beneficiarle antes de que se haya hecho pública.

14 ESTEVAN DE QUESADA, 1999, nota 6.

pecto en los Estados miembros¹⁵. Después de las discusiones correspondientes respecto a los conceptos, alcance y sanciones a aplicar, por fin se llegó a la adopción de la Directiva del Consejo 89/592/CEE, de 13 de noviembre de 1989, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada¹⁶. En consecuencia, todos los Estados miembros quedaban obligados a adoptar las medidas necesarias para dar cumplimiento a lo dispuesto en la Directiva coordinando las legislaciones existentes sobre protección contra los abusos por parte de los *insider*, estableciéndose como límite para la acomodación de las legislaciones nacionales la fecha del 1 de junio de 1992¹⁷.

Las razones que motivaron al Consejo a adoptar la Directiva aparecen expuestas en los considerandos previos. En ellos se ponen de manifiesto dos cuestiones fundamentales, a saber: a) el mercado secundario de valores negociables desempeña un importante papel en la financiación de los agentes económicos y por ello se deben adoptar todas las medidas necesarias para garantizar su buen funcionamiento; buen funcionamiento que depende de la confianza que éste inspire a los inversores y ésta a su vez está en función de las garantías dadas a los inversores de que estarán en igualdad de condiciones y protegidos contra el uso de información privilegiada, y b) conviene adoptar las medidas necesarias para luchar contra las operaciones con información privilegiada, pues éstas pueden deteriorar la confianza en los mercados y entorpecer así su buen funcionamiento.

En su artículo 1 la Directiva define la información privilegiada como “aquella que no se haya hecho pública, de carác-

15 DOCE nº C-153 de 11 de junio de 1987, p. 8; DOCE nº C-277 de 27 de octubre de 1988, p. 13.

16 DOCE nº L- 334, de 18 de noviembre de 1989, pp. 30-32.

17 Esta fecha era la del 1 de enero de 1995 para Austria, Islandia, Suiza y Liechtenstein, conforme a lo dispuesto en el Anexo IX del Acuerdo sobre el Espacio Económico Europeo, DOCE nº L- 001 de 3 de enero de 1994, pp. 403-416.

ter preciso, referida a uno o varios emisores de valores negociables o a uno o varios valores negociables y que, de hacerse pública podría influir de manera apreciable sobre la cotización de ese o de esos valores”.

Así pues, la información privilegiada se caracteriza por las cuatro notas siguientes: a) información no pública; b) información precisa; c) información relativa a valores negociables o a los emisores de dichos valores; y, d) información que de hacerse pública, podría influir en la cotización de los valores¹⁸.

De esta manera la información privilegiada requiere, en primer lugar, no sólo ser desconocida para la generalidad de los inversores, sino también haber sido inaccesible para éstos; además, deberá ser lo suficientemente concreta, precisa y fidedigna como para traspasar las líneas definitorias de un simple rumor, opinión, especulación o pronóstico, pues sin esa precisión difícilmente podría influir de manera apreciable en las cotizaciones y beneficiar a su poseedor. La información puede referirse tanto a los valores como a los emisores de los mismos, lo cual supone considerar incluidas en el concepto de información privilegiada aquellas informaciones que afecten a un emisor y no exactamente a un valor, como por ejemplo las relativas a inspecciones fiscales, litigios, medidas gubernamentales en relación con el emisor, aumentos de capital, cambios de control y cualesquiera otras que pueden influir en el ánimo de los inversores para decidirles a realizar determinadas operaciones de compra o venta. Por último, la información ha de ser tal que de hacerse pública influiría en las cotizaciones. Será necesario, pues, que pueda establecerse una relación causal hipotética, por la que se afirme que, de haber sido conocida, el efecto sobre los precios hubiera sido sensible. Por ello es esencial que la información sea verdaderamente trascendente, colocando a su poseedor en una situación que le permita sacar partido de la misma.

18 Sobre las notas caracterizadoras de la información privilegiada *vid. in extenso* ESTEVAN DE QUESADA, 1995, pp. 13461 y ss.

Antes de referirnos al círculo de personas afectadas por la regulación comunitaria y a las conductas prohibidas conviene hacer algunas precisiones acerca del alcance del término *insider* como expresión alusiva al sujeto que hace un uso abusivo de información privilegiada¹⁹. Originariamente la noción de *insider* se circunscribía a aquellas personas que por su relación directa con una determinada sociedad están al corriente de hechos confidenciales capaces de influir en el curso de las acciones de la misma (directivos, miembros de los consejos de administración, accionistas o empleados de la empresa o sociedad). Estos sujetos son los denominados *internal insiders*, *insiders* primarios o societarios, es decir, son los *insiders* en sentido estricto, pues se encuentran en el “interior” de la sociedad y su conocimiento privilegiado procede de la posición que ocupan dentro de la emisora de los valores. Con posterioridad, merced a la interpretación extensiva de la jurisprudencia norteamericana, el círculo de sujetos que realizan operaciones con información privilegiada se fue progresivamente ampliando hasta abarcar a los denominados *outsiders*, esto es, personas ajenas a la sociedad o empresa, pero que llegan al conocimiento de la información privilegiada bien a través de su actividad profesional (asesores fiscales, periodistas financieros, abogados, agentes de cambio), o bien por medio de confidencias de los *insiders* societarios, o por otra clase de relación. La distinción entre ambas categorías radicaba, pues, no el dato objetivo de la posesión de información privilegiada, sino en la pertenencia o no del sujeto a la entidad emisora de los valores negociados. Esta distinción guarda a su vez relación con dos posibles estrategias para la delimitación de la prohibición de las prácticas *insider trading*; una, en la que la prohibición se circunscribe a especiales círculos de sujetos que han adquirido esa información privilegiada en el ejercicio de su actividad en el seno de la entidad emisora de los valores —*insiders societarios*— para los que el empleo o transmisión de la información privilegiada reviste un claro perfil de abuso de su

19 Para la evolución y alcance de la expresión ‘insider’ vid. ESTEVAN DE QUESADA, 1995, p. 13457 y GONZÁLEZ CUSSAC, 1989, p. 128.

posición en la entidad emisora (*fiduciary orientation*); y otra dirigida indistintamente a cualquiera que se encuentre en posesión de información privilegiada —*insiders* y *outsiders*— sin exigir ningún tipo de vinculación con el emisor (*market orientation*)²⁰.

La Directiva define a los sujetos afectados por la prohibición de las prácticas *insider trading* en sus artículos 2.1 y 4. El artículo 2.1 se refiere a aquellas personas que dispongan de una información privilegiada bien en virtud de su condición de miembros de los órganos de administración, dirección o control del emisor, bien por su participación en el capital del emisor, o que tengan acceso a la misma a través del ejercicio de su trabajo, profesión o funciones. El dato relevante es, pues, la posesión de la información privilegiada en virtud de alguna de las relaciones que se describen; sin embargo, nótese que en este punto la Directiva ha abandonado el concepto clásico de *insider societario*, ya que se incluyen también sujetos que en sentido estricto serían *outsiders*, pues si bien adquieren la información en virtud del ejercicio de su profesión o funciones ninguna relación orgánica guardan con el emisor de los valores. Con ello la Directiva demuestra su opción por una estrategia combinada de prohibición de las prácticas *insider trading* en las que el dato decisivo es la posesión de información privilegiada pero merced al desarrollo por parte del sujeto de una actividad empresarial o profesional.

20 ESTEVAN DE QUESADA, 1999, pp. 492 y ss. En definitiva es posible mantener un concepto estricto de *insider*, que, acoja solamente al *insider* societario y que se caracterizaría por exigir una vinculación, del sujeto con la sociedad o empresa a la que se refiera la información, y, un concepto amplio, comprensivo tanto de los *insiders* como de los *outsiders*, que vendría caracterizado por el dato objetivo de disponer de una información privilegiada sin importar su relación con la empresa o sociedad. Este concepto amplio de *insider* vendría a coincidir con el término “*initie*” o “*iniciado*”, acuñado por la doctrina francesa y que resulta más adecuado que el de *insider* al contemplar una categoría más amplia de sujetos que se caracterizan simplemente por la utilización de una información privilegiada en su propio beneficio. En el texto se utilizarán indistintamente los términos *iniciado* e *insider* (éste último en su sentido amplio).

A estos sujetos les está prohibido adquirir o ceder por cuenta propia o ajena, ya sea directa o indirectamente, los valores del emisor o de los emisores afectados por dicha información privilegiada²¹. Además, estos sujetos tienen también vedado: “a) revelar dicha información privilegiada a un tercero, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, su profesión o sus funciones; b) recomendar a un tercero que adquiriera o ceda o que haga que un tercero adquiriera o ceda, basándose en dicha información privilegiada, valores admitidos a negociación en sus mercados”²².

Por su parte, el artículo 4 se refiere a todas aquellas personas, distintas de las citadas en el artículo 2, pero que, con conocimiento de causa, posean una información privilegiada, cuyo origen directo o indirecto sólo pueda ser una persona de las mencionadas en el artículo 2. Estos sujetos, en principio, no tienen prohibida más que la realización de una de las conductas en las que se concreta el *insider trading*, esto es, la adquisición o cesión por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente, de los valores del emisor afectados por la información privilegiada²³. Ahora bien, la Directiva deja en manos de los Estados miembros la posibilidad de extender a estos sujetos las otras dos prohibiciones que afectan a los *insiders*, es decir, las relativas a revelar la información privilegiada a un tercero o recomendarle que negocie basándose en la misma²⁴.

En cuanto a la sanción de las prácticas *insider trading* hubo en el seno del Consejo una importante polémica acerca de si debían ser utilizadas o no sanciones penales para su represión. Al tiempo, también se discutía si las sanciones penales debían introducirse, en su caso, en la propia Directiva o si, por el contrario, debía dejarse a los Estados que las establecieran en sus ordenamientos internos correspondientes. Finalmente se adoptó una fórmula de mínimos en la que se deja en manos de cada

21 Vid. art. 2.1 *in fine* Directiva 89/592/CEE, 13 de noviembre de 1989.

22 Vid. art. 3 Directiva 89/592/CEE, 13 de noviembre de 1989.

23 Vid. art. 4 Directiva 89/592/CEE, 13 de noviembre de 1989.

24 Vid. art. 6 Directiva 89/592/CEE, 13 de noviembre de 1989.

Estado miembro el establecimiento de las sanciones 'suficientes' que se estimen pertinentes para el cumplimiento de la Directiva²⁵.

La mayoría de los países miembros de la Unión han seguido las pautas marcadas por la Directiva adaptando su derecho interno en una doble vertiente penal y administrativa. Sin embargo, la ausencia en algunos Estados miembros de normas legales sobre manipulación de precios y difusión de información engañosa unido a las mayores oportunidades que para el abuso del mercado ha supuesto la difusión e implantación en los mercados financieros de las nuevas tecnologías motivó que la Comisión presentara el 1 de junio de 2001 una nueva propuesta de Directiva sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado²⁶. Como principal novedad simplemente destacar que la propuesta de Directiva impone a los Estados miembros la obligación de extender a cualquier persona que se encuentre en posesión de información privilegiada las prohibiciones que hoy sólo afectan a los *insiders*, esto es, las relativas a revelar la información privilegiada a un tercero o recomendarle que negocie basándose en la misma²⁷.

25 El artículo 13 de la Directiva establece lo siguiente: "cada Estado miembro establecerá las sanciones aplicables en caso de infracción de las disposiciones adoptadas en ejecución de la presente Directiva. Dichas sanciones deberán ser suficientes para incitar al respeto de tales disposiciones."

26 DOCE n° C 240 de 28 de agosto de 2001, pp. 265 y ss.

27 *Vid.* art. 4 Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado) de 1 de junio de 2001. En cualquier caso, y como se verá a continuación, la Ley del Mercado de Valores española de 1988 ya extendió a todos los sujetos poseedores de información privilegiada estas prohibiciones, por lo que la eventual aprobación de esta propuesta de Directiva no supondría, al menos en este punto, la necesidad de modificar nuestra normativa administrativa.

B) Normativa administrativa de la Ley del Mercado de Valores

La primera regulación del abuso de información privilegiada en nuestro país se produjo por vía de los Reales Decretos 1848/1980 y 279/1984, que se referían únicamente a las ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios e imponían a todo aquel que tuviera conocimiento de la preparación de una de ellas un deber general de guardar secreto, así como un deber adicional de abstenerse de actuar a las personas que estuvieran en situación de conocer la información confidencial correspondiente a la fase preparatoria de la oferta. Ambas normas presentaban la particularidad de no prever ningún tipo de sanción para el caso de infracción de los deberes que en las mismas se imponían²⁸.

Una ordenación más completa y comprehensiva de la materia sólo se logró con la entrada en vigor de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, LMV)²⁹. Esta ley incluye en su Título VII unas ‘normas de conducta’, referidas a los participantes en los mercados financieros, mediante las cuales, y como indica la propia Exposición de Motivos, se pretende “defender la absoluta prioridad de los intereses de los inversores” y “velar por la transparencia del mercado”. Con ello, continúa la citada Exposición, “se sale al paso de la utilización de informaciones privilegiadas, y se establece la obligatoriedad de hacer público, en forma inmediata, todo hecho o decisión que pueda influir sobre la cotización de los valores”. Esta última obligación se encuentra recogida, en concreto, en el artículo 82³⁰, y supone el establecimiento de un

28 Vid. LÓPEZ BARJA, 1998, pp. 351 y s.

29 Esta Ley es anterior en un año a la Directiva comunitaria, sin embargo, en su redacción se tuvieron en cuenta los trabajos preparatorios de esta última, por lo que en la materia que nos ocupa la entrada en vigor de la Directiva sólo obligó a realizar pequeñas adaptaciones en la LMV.

30 Art. 82 LMV: “Los emisores de valores deberán informar al público, en el más breve plazo posible, de todo hecho o decisión que pueda influir de forma sensible en la cotización de los mismos. Cuando el emisor considere

mecanismo preventivo para evitar las situaciones propicias al abuso de información privilegiada. No hay que olvidar, tampoco, que la CNMV dispone de potestad para investigar la estructura y las actuaciones de las entidades que participan en los mercados, y para adoptar medidas en orden a garantizar que las mismas se comporten de acuerdo con la filosofía que debe inspirar el funcionamiento de los mercados de valores, siendo en muchas ocasiones estas actuaciones preventivas más eficaces en la lucha contra el abuso de información privilegiada que las sanciones que puedan imponerse a los responsables del mismo³¹.

Los preceptos de la LMV que regulan directamente el abuso de información privilegiada son el artículo 81.2, por lo que respecta a la descripción de las conductas prohibidas³², y los

que la información no debe ser hecha pública por afectar a sus intereses legítimos, informará inmediatamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que podrá, si lo estima necesario, dispensarle de tal obligación.”

31 Puede verse un resumen de las actuaciones de la CNMV en los últimos años en las *Memorias* de esta institución correspondientes a 1999, 2000 y 2001 (disponible la del último año en la siguiente dirección: <http://www.cnmv.es>).

32 Algunos autores consideran que también el primer párrafo del artículo 81 LMV se refiere al abuso de información privilegiada, así, por ejemplo, LÓPEZ BARJA, 1998, pp. 352 y ss. Sin embargo, el parecer mayoritario de la doctrina mercantil interpreta esta disposición como una regulación del secreto profesional en el ámbito de los profesionales que trabajan en los mercados financieros, similar al que afecta a otros colectivos como por ejemplo abogados o procuradores, y es a ésta segunda tesis a la que nos adscribimos (*vid.*, en este sentido, ESTEVAN-QUESADA, 1999, p. 499 y referencias en nota 68). El tenor literal del artículo 81.1 es el siguiente: “Todas las personas o entidades que actúen en los mercados de valores o ejerzan actividades relacionadas con ellos y, en general, cualquiera que por razón de su trabajo, profesión, cargo o funciones posea datos o informaciones relativos a los mismos, deberán salvaguardar dichos datos e informaciones, sin perjuicio de su deber de comunicación y colaboración con las autoridades judiciales o administrativas en los términos previstos en ésta o en otras leyes. En particular, impedirán que tales datos o informaciones puedan ser objeto de utilización abusiva o desleal, denunciarán los casos en que ello hubiera tenido lugar y tomarán de inmediato las medidas necesarias para prevenir, evitar y, en su caso, corregir las consecuencias que de ello pudieran derivarse”.

artículos 99, 100, 102 y 103, por lo que atañe a las infracciones y sanciones³³.

El segundo párrafo del artículo 81 comienza definiendo la información privilegiada como “toda información de carácter concreto que se refiera a uno o varios valores o a uno o varios emisores de valores³⁴, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre la cotización de tales valores”. El concepto es, como puede apreciarse, prácticamente idéntico al de la Directiva 89/592, por lo que puede remitirse ahora al lector a lo allí expuesto en torno al mismo. A continuación, la ley define una serie de conductas prohibidas, que afectan a “todo el que disponga de alguna información privilegiada”. Es importante resaltar que la ley no está requiriendo ninguna cualificación especial en los sujetos, ni, por tanto, nexo causal alguno entre la cualificación y la obtención de la información, de manera que no hay distinción entre *insider* primario y secundario, sino que, en principio, cualquier persona en posesión de lo que la ley define como información privilegiada, sea cual sea la vía por la que ésta haya llegado a su conocimiento, estará sometida a las prohibiciones que establece el artículo 81 de la LMV. En

33 Estas disposiciones han sufrido sucesivas modificaciones desde 1988, fundamentalmente en virtud de las leyes 9/1991, de 22 de marzo, y 37/1998, de 16 de noviembre. A fecha de septiembre de 2002 se encuentra en proceso de tramitación parlamentaria el Proyecto de Ley 621/000086, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (texto remitido al Senado en BOCG. Senado. Serie II, 24 de junio de 2002. Núm. 86 (a)). En este proyecto de ley, entre otras muchas propuestas de reforma legislativa, se incluye una nueva redacción de los artículos 81 y ss. de la LMV. A lo largo de este trabajo haremos alguna referencia a aquellas novedades más relacionadas con este estudio

34 La referencia a los emisores de valores fue añadida por Ley 9/1991, de 22 de marzo, para adecuar la definición de información privilegiada a la que se contiene en la Directiva 89/592. En el mencionado proyecto de ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero se extiende el concepto de información privilegiada a los instrumentos financieros comprendidos dentro del ámbito de aplicación de la LMV y no sólo, como hasta ahora, los valores negociables.

concreto, se prohíbe efectuar, por cuenta propia o ajena, alguna de las conductas siguientes: “a) preparar o realizar cualquier tipo de operación en el mercado sobre los valores a los que la información se refiere; b) comunicar dicha información a terceros, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o cargo; c) recomendar a un tercero que adquiera o ceda valores o que haga que otro los adquiera o ceda basándose en dicha información”³⁵.

Por lo que toca a las sanciones previstas para el caso de incumplimiento de estas obligaciones, hay que señalar en primer lugar que la instrucción de los correspondientes expedientes se atribuye siempre a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, así como también la competencia para la imposición de sanciones por infracciones graves y leves, mientras que la imposición de sanciones por infracciones muy graves corresponde al Ministerio de Economía y Hacienda³⁶. En el caso del abuso de información privilegiada, el artículo 99 o) considera infracción muy grave el incumplimiento de lo establecido en el apartado 2 del artículo 81, y las sanciones correspondientes están establecidas en el artículo 102³⁷. Por otra parte, el artículo 100 x) con-

35 Como puede apreciarse, el legislador español ha hecho uso de la potestad que le otorgaba la Directiva de extender a todos los sujetos las tres prohibiciones que en ésta última afectan sólo a los *insiders*; *vid. supra*, I.2.A).

36 Cfr. art. 99 LMV.

37 Art. 102 LMV: “Por la comisión de infracciones muy graves se impondrá al infractor una o más de las siguientes sanciones:

a) Multa por importe no inferior al tanto, ni superior al quíntuplo, del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción; o, en caso de que no resulte aplicable este criterio, hasta la mayor de las siguientes cantidades resultantes: El 5 por 100 de los recursos propios de la entidad infractora, el 5 por 100 de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción, o 50.000.000 de pesetas.

b) Suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que pueda realizar el infractor, en el Mercado de Valores durante un plazo no superior a cinco años.

c) Suspensión de la condición de miembro del mercado secundario, oficial o no, correspondiente por un plazo no superior a cinco años.

d) Revocación de la autorización cuando se trate de empresas de servicios de inversión, entidades gestoras del Mercado de Deuda Pública o de otras

sidera infracción grave el incumplimiento de lo previsto en este mismo apartado del artículo 81 cuando los beneficios obtenidos por el infractor sean de escasa relevancia, y las sanciones correspondientes se prevén en el artículo 103³⁸.

entidades inscritas en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Si se trata de sucursales de empresas de servicios de inversión autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea, esta sanción de revocación se entenderá sustituida por la prohibición de que inicie nuevas operaciones en el territorio español.

e) Amonestación pública, con publicación en el “Boletín Oficial del Estado”.

f) Separación del cargo de administración o dirección que ocupe el infractor en una entidad financiera, con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en la misma entidad por un plazo no superior a cinco años.

g) Separación del cargo de administración o dirección que ocupe el infractor en cualquier entidad financiera, con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en cualquier otra entidad financiera de la misma naturaleza por plazo no superior a diez años.

Cuando se trate de la infracción prevista en el ap. o) art. 99, se impondrá en todo caso la sanción recogida en el ap. a) anterior del presente artículo, sin que la multa pueda ser inferior a 5.000.000 de pesetas y, además, una de las sanciones previstas en los aps. b), c) o d) del mismo precepto, según proceda por la condición de infractor.

Las sanciones por infracciones muy graves serán publicadas en el “Boletín Oficial del Estado” una vez sean firmes en vía administrativa.”

38 Art. 103 LMV: “Por la comisión de infracciones graves se impondrá al infractor una o más de las siguientes sanciones:

a) Amonestación pública, con publicación en el Boletín Oficial del Estado.

b) Multa por importe de hasta el tanto del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción; o, en caso de que no resulte aplicable este criterio, hasta la mayor de las siguientes cifras: El 2 por 100 de los recursos propios de la entidad infractora, el 2 por 100 de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción, o 25.000.000 de pesetas.

c) Suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que pueda realizar el infractor en el Mercado de Valores durante un plazo no superior a un año.

d) Suspensión de la condición de miembro de un mercado secundario, oficial o no, correspondiente por plazo no superior a un año.

e) Suspensión por plazo no superior a un año en el ejercicio de todo cargo directivo en la entidad en la que haya cometido la infracción. [...]”

Tanto el artículo 99 como el 100, al referirse a los autores de las infracciones en ellos contempladas, se remiten a “las personas físicas y jurídicas a que se refiere el art. 95 de esta ley”. Dependerá de la interpretación que haya de darse a este precepto el que pueda seguir manteniéndose la afirmación sentada líneas arriba en el sentido de que podían resultar autores de una infracción relacionada con el abuso de información privilegiada cualesquiera personas que estuvieran, por el motivo que fuera, en posesión de la misma. El artículo 95 LMV establece que incurren en responsabilidad administrativa “las personas físicas y entidades a las que resulten de aplicación los preceptos de la presente ley, así como [...] quienes ostenten cargos de administración o dirección de estas últimas”. Sin embargo, para averiguar cuáles son esas personas físicas y entidades a las que resultan de aplicación los preceptos de la LMV hay que acudir a su artículo 84, el cual regula las personas que quedan sujetas al régimen de supervisión, inspección y sanción de la LMV. Este precepto incluye, en primer lugar, las entidades reguladas por la propia LMV y, en su segundo párrafo, alude a una serie de personas físicas y jurídicas “en cuanto a sus actuaciones relacionadas con los mercados de valores: a) los emisores de valores, b) las entidades y personas citadas en el segundo párrafo del artículo 76, en cuanto se refiera a las actividades allí contempladas³⁹, c) las restantes personas físicas y jurídicas, en cuanto puedan verse afectadas por las normas de esta ley y sus disposiciones complementarias.” Es la interpretación de esta última cláusula la que puede plantear problemas a la hora de enjuiciar la posible responsabilidad por algunas de las conductas relativas al abuso de información privilegiada, por ejemplo las consistentes en “comunicar dicha información a terceros”, en la medida en que ese comunicar, por parte de alguien que ha oído la información de forma casual, puede no resultar una actividad suficientemente ‘relacionada con el mercado de valores’, en los térmi-

39 El artículo 76 se refiere a entidades oficiales de crédito, bancos y cajas de ahorro, cooperativas de crédito, sociedades mediadoras del mercado de dinero, sociedades gestoras de cartera, corredores de comercio colegiados.

nos exigidos por el párrafo segundo del artículo 84, como para considerarle responsable administrativamente por infracción del artículo 81.2. En cualquier caso, el círculo de eventuales responsables por vía administrativa parece ser, *a priori*, bastante amplio⁴⁰.

Por lo que se refiere a la aplicación práctica de los preceptos comentados, cabe señalar que en 1999 dos de los expedientes sancionadores abiertos por información privilegiada terminaron con la imposición de sanciones, mientras que en un tercero se declaró la inexistencia de las infracciones imputadas y otros varios se cerraron. Aunque se realizaron 20 investigaciones relacionadas con esta materia, no se abrió ningún expediente nuevo⁴¹. En el año 2000 aumentó a 29 el número de investigaciones llevadas a cabo sobre supuestos de información privilegiada, pero no se abrió ningún expediente⁴². Por lo que respecta al año 2001 se realizaron 14 investigaciones en relación con el uso de información privilegiada y se propuso la apertura de tres expedientes sancionadores⁴³. Ahora bien, tampoco conviene extraer de estos datos conclusiones apresuradas en relación con la eficacia o ineficacia del control administrativo del abuso de información privilegiada, ya que junto a esta vertiente sancionadora la CNMV desarrolla también una importante función en el terreno de la prevención: la Unidad de Vigilancia de los Mercados centra su labor precisamente en la prevención y detección de prácticas de uso indebido de información privilegiada y de manipulación de precios, hasta el punto de que la mayor parte de las investigaciones realizadas por esta Unidad corresponden a supuestos de información privilegiada. Lo que ocurre es que en muchos casos no se llega a la apertura de expedientes por las irregularidades detectadas, sino que se envían recomendaciones

40 Vid. un análisis detallado de estas cuestiones en ESTEVAN-QUESADA, 1999, pp. 500 y s.

41 Datos obtenidos de la *Memoria* de la CNMV correspondiente a 1999, pp. 77 y ss.

42 Vid. *Memoria 2000*, pp. 58 y ss.

43 Vid. *Memoria 2001*, p. 84. Vid también pp. 86 y 92 y ss.

a las entidades correspondientes para que corrijan deficiencias organizativas o modifiquen los reglamentos internos de conducta, con el fin de evitar que se generen flujos no deseados de información relevante y confidencial⁴⁴.

En cualquier caso, y por lo que respecta al ámbito propiamente sancionador, parece que, según afirman algunos de los máximos responsables de las instituciones administrativas encargadas de la persecución de estas conductas, las actuaciones referidas sólo han afectado a los casos de poca relevancia, mientras que las actuaciones a gran escala de los inversores institucionales escapan a la fiscalización de los órganos de control⁴⁵.

C) Código penal de 1973

Con anterioridad a la Ley Orgánica 9/1991, de 22 de marzo, no existía en nuestro Derecho penal referencia alguna a las conductas de abuso información privilegiada; tales acciones eran en sí mismas atípicas y sólo a través de vías indirectas, buscando forzado acomodo en otras figuras penales, podían ser castigadas⁴⁶.

La citada Ley Orgánica 9/1991 vino a dar una nueva redacción a los artículos 367 y 368 del Código penal de 1973, criminalizando la revelación y el uso indebido de secretos e información privilegiada por funcionario público o autoridad. Con esta modificación nuestro Código penal contaba ya con un delito de abuso de información privilegiada, pero restringido

44 Vid. *Memoria 1999*, p. 81, y *Memoria 2000*, pp. 57 y ss.

45 Declaraciones de Juan FERNÁNDEZ-ARRESTO, Presidente de la CNMV hasta Octubre de 2000, recogidas en el Diario *El País*, de 21 de julio de 2000.

46 GONZÁLEZ CUSSAC nos pone de manifiesto las dificultades y las escasas posibilidades de éxito que tenía la subsunción de las conductas de abuso de información privilegiada en delitos como las maquinaciones para alterar el precio de las cosas, revelación de secretos, falsedades documentales, estafas o infidelidad en la custodia de documentos y violación de secretos; cfr. GONZÁLEZ CUSSAC, 1989, pp. 147 y ss.

únicamente al ámbito de la Administración Pública, con lo que las mismas conductas realizadas por quienes no ostentasen la especial condición requerida en el precepto devenían impunes o a lo sumo podían generar responsabilidad a título de partícipe en un delito especial propio. Sin embargo, la criminalidad real de los *insiders* resultaba escasamente abarcada por los citados tipos penales, ya que la realidad y la experiencia demostraban que en la mayoría de los supuestos los sujetos activos son particulares que poseen un conocimiento privilegiado de la situación económica merced a la actividad profesional o empresarial que desarrollan⁴⁷.

Consciente de esta realidad el legislador de 1995 ha optado por incluir en los artículos 285 y 286 del Código penal el abuso de información privilegiada o reservada en los mercados financieros llevada a cabo por quienes tienen un acceso a la misma en el marco de su actividad empresarial o profesional.

II. REGULACIÓN CONTENIDA EN EL CÓDIGO PENAL DE 1995

El artículo 285 del código establece lo siguiente:

“Quien de forma indirecta o por persona interpuesta usare de alguna información relevante para la cotización de cualquier clase de valores o instrumentos negociados en algún mercado organizado, oficial o reconocido, a la que haya tenido acceso reservado con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial, o la suministrare obteniendo para sí o para un tercero un beneficio económico superior a setenta y cinco millones de pesetas o causando un perjuicio de idénti-

47 Vid. VALLE MUÑOZ, 2001, p. 1310; MUÑOZ CONDE, 2001, p. 493. HERNÁNDEZ SAÍNZ, 1997, margs. 181 y ss., con referencias también al anteproyecto y Proyecto de Código penal de 1992”.

ca cantidad, será castigado con la pena de prisión de uno a cuatro años y multa del tanto al triplo del beneficio obtenido o favorecido.”

II.1. Bien jurídico

La primera cuestión a la que hemos de referirnos es la del bien jurídico protegido por el delito que aquí comentamos. Varios han sido los criterios esgrimidos por la doctrina para clarificar la cuestión. Se ha sostenido que el abuso de información privilegiada puede representar, en primer lugar, un abuso de confianza frente a la empresa en la que el *insider* trabaja o para la que desempeña su actividad. En segundo lugar, puede conllevar un perjuicio patrimonial para el inversor individual y, finalmente, puede perjudicar intereses económicos generales mediante la vulneración de la confianza del inversor en la capacidad de funcionamiento de los mercados financieros⁴⁸.

Sin embargo, el significado que la protección de cada uno de estos intereses adquiere desde el punto de vista de la configuración del tipo analizado no se puede considerar de forma unitaria. El criterio de los intereses empresariales no puede elevarse a la categoría de bien jurídico protegido; y ello porque su protección no necesita de ningún tipo penal adicional: estos intereses relevantes están ya suficientemente tutelados en nuestro Derecho penal en la medida en que se trate de secretos industriales o de empresa, pues su descubrimiento, revelación, cesión o difusión se encuentra tipificada en los artículos 278 y siguientes del Código penal. No podemos compartir la postura de BAJO FERNÁNDEZ, quien incluye como objeto de protección, aunque sea indirecto, la lealtad frente a la emisora de los valores⁴⁹, pues el círculo de potenciales sujetos activos no queda limitado a los denominados *insiders* primarios, es decir, a aquellos sujetos que por pertenecer a la sociedad emisora de los valores mantendrían

48 OTTO, 1995, p. 140.

49 BAJO FERNÁNDEZ, 1999, p. 133.

respecto de ella un deber de lealtad o fidelidad, sino que comprende a cualquier sujeto que merced a su actividad profesional o empresarial pueda acceder a información no pública relevante para la cotización de determinados valores, aun cuando dicha actividad no guarde relación directa con la emisora de los valores y no exista respecto de la misma ningún deber de lealtad o fidelidad⁵⁰.

En cuanto al segundo de los criterios, aun cuando autores como TERRADILLOS o QUERALT hayan sostenido que los delitos contra el sistema del mercado de valores parecen destinados a “proteger aspectos patrimoniales individuales, cuando se rompen determinadas reglas de la limpieza y transparencia del mercado”⁵¹, resulta cuanto menos cuestionable que las operaciones de los *insiders* provoquen perjuicios económicos en los demás inversores. Conforme a la denominada *theory of market uncertainty*, que provoca una distribución aleatoria de las transacciones en el mercado, cuando el *insider* compra acciones sabiendo

50 En el mismo sentido se manifiesta HURTADO POZO, si bien en relación con la regulación del delito de abuso de información privilegiada en el Código penal suizo; cfr. HURTADO POZO, 1995, pp. 422 y ss. *Vid.* también lo que se expone en los apartados dedicados a las conductas castigadas y a los sujetos activos. De entre los posibles modelos extremos que el legislador español podría haber elegido para la criminalización del abuso de información privilegiada, a saber: a) uno basado en el dato objetivo de la posesión de información privilegiada, sin exigir ninguna vinculación con el origen de la misma y b) otro dirigido a especiales círculos de sujetos (*insiders* societarios) para los que la utilización de información reservada supone un abuso y un quebranto de un deber de lealtad hacia la emisora de los valores, el Código penal se ha decantado por una vía sincrética en la que el dato relevante es la posesión de una información privilegiada merced al ejercicio de una actividad empresarial o profesional que puede que nada tenga que ver con la emisora de los valores y en la que el abuso es expresión de la infracción de las obligaciones de la profesión u oficio.

51 TERRADILLOS BASOCO, 1998, p. 170.; QUERALT JIMÉNEZ, 1996, p. 473. En el mismo sentido se manifiesta GONZÁLEZ CUSSAC, para quien el bien jurídico resulta de la combinación de un interés supraindividual y colectivo, en la medida en que se lesiona o pone en peligro la credibilidad del sistema financiero y la igualdad de oportunidades entre los inversores, y de otra parte, intereses concretos de los particulares afectados por la conducta; *vid.* GONZÁLEZ CUSSAC, 1999, p. 528.

que van a subir de precio siempre hay inversores que están dispuestos a vender en ese momento y a ese precio, por lo que, habrían vendido al *insider* o a cualquier otra persona; es decir, no es la orden de compra del *insider* lo que motiva al inversor a dar una orden de venta sino que por el contrario ésta orden de venta es anterior e independiente de la del *insider*. Aun cuando el *insider* obtenga un beneficio posterior, al subir la cotización de las acciones, ello no quiere decir que correlativamente haya causado un perjuicio a aquel que se las vendió. Otro tanto cabe decir en los supuestos en los que el *insider* se presenta como vendedor: las posibles pérdidas que experimenta el comprador se originan por las caídas posteriores de la cotización pero no de forma inmediata por la operación del *insider*. La conclusión es obvia: a diferencia de lo que ocurre en los clásicos delitos contra la propiedad, como los tipos de estafa o apropiación indebida, no es posible en el delito de abuso de información privilegiada establecer una relación causal entre la conducta del *insider* y un correlativo perjuicio patrimonial sufrido por el sujeto pasivo, pues la operación del *insider* no es la causa de la decisión del inversor para la compra o venta de títulos-valores; el inversor, aunque el *insider* no hubiera actuado, habría realizado una operación idéntica o casi idéntica a la que realizó, por lo que las pérdidas o disminución de ganancias se hubiesen producido igual⁵².

Por tanto, en el delito de abuso de información privilegiada no se incriminan fraudes patrimoniales sobre patrimonios individuales ajenos ni se protege de forma directa e inmediata el patrimonio del inversor⁵³. El posible perjuicio que sufre el inversor que negocia con un *insider* se manifiesta bajo la forma de una oportunidad perdida y, además, no se produce por la acción concreta de compra o venta del *insider*, sino por que el inversor ha basado su operación sobre una base informativa que cabe

52 GONZÁLEZ CUSSAC, 1989, p. 141.

53 En parecidos términos se manifiestan VALLE MUÑOZ, 2001, p.1315 y LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, 1998, pp. 360 y ss y HERNÁNDEZ SAÍNZ, 1997, marg. 185.

calificar de incompleta. Ciertamente, ésa era toda la información que resultaba accesible a quienes en ese momento actuaban en el mercado; sin embargo, no era toda la información relevante para la toma de las oportunas decisiones de inversión.

En este marco, el delito de abuso de información privilegiada conecta con la necesidad de establecer una regulación de los mercados de valores que los dote de estructuras igualitarias y democráticas, donde todos los inversores gocen de las mismas oportunidades en la negociación. Por ello, el tipo se orienta, en primer plano, a proteger la igualdad de oportunidades de los participantes en los mercados financieros; igualdad de oportunidades que se traduce en una igualdad entre todos los inversores respecto al acceso a la información, que evite que unos sujetos obtengan indebidamente una posición de ventaja cognoscitiva respecto a los demás merced a la posesión de una información relevante que todavía no es pública, o que no está destinada a serlo⁵⁴. En definitiva, la igualdad de oportunidades entre los inversores consiste en la transparencia informativa que supone una real política de información de todos quienes participan en el mercado⁵⁵.

Como de todos es sabido, una de las características que, cumplida en su grado máximo, aproxima a un mercado al modelo ideal de competencia perfecta es, sin duda, la transparencia, puesto que proporciona una base informativa completa y veraz que permite la toma de las oportunas decisiones de inversión por parte de quienes actúan en los mercados, así como una correcta

54 Esta interpretación de las prácticas *insider trading* se muestra coherente con el contenido de la Directiva CEE de 13 de noviembre de 1989, núm. 89/592, que en su considerando 4º afirma 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 información privilegiada." En este sentido, citando algunas sentencias en apoyo de este planteamiento, SEMINARA, 1998, p. 147.

55 En el mismo sentido se manifiestan FARALDO CABANA, 1994, p. 59; OTTO, 1995, p. 459; HURTADO POZO, 1995, p. 421; SUÁREZ GONZÁLEZ, 1998, p. 551; MUÑOZ CONDE, 2001, p. 494. *Vid.* también, ESTEVAN DE QUESADA, 1995, p. 13461, nota 70.

formación de los precios de los valores, procurando, en consecuencia, seguridad y confianza en los mercados y mejorando directamente la liquidez de los activos o instrumentos financieros que en ellos se negocian. Y, desde luego, un mercado será tanto más transparente cuanto mejor y más barata de obtener resulta la información que pueden lograr los agentes económicos que participan en él. Ciertamente, es de todo punto indiscutible que existen diferentes clases de inversores y que no todos ellos cuentan con el mismo conocimiento o experiencia en el mercado de valores; baste pensar en la distancia que existe entre un particular que invierte uno o dos millones de pesetas en un Fondo de Inversión y los directivos de la Sociedad Gestora de ese mismo Fondo, por ejemplo, pasando por asesores financieros, abogados de grandes empresas, etc. Sin embargo, se parte de la base de que existe de hecho una determinada masa de información fluyendo por el mercado, que está en principio disponible para quien quiera invertir tiempo y esfuerzo en analizarla, de manera que, bien porque uno mismo es experto en bolsa, bien porque se deja asesorar por alguien que lo es, todo inversor está en principio en condiciones de asumir el mismo grado de riesgo en sus operaciones⁵⁶. La operación que lleva a cabo el *insider* lesiona esa paridad de armas entre los inversores, puesto que, adopta su decisión inversora sobre la base de una información relevante que sólo él conoce, con lo que se coloca en una situación de preeminencia respecto al resto de los ciudadanos que aprovecha para su lucro personal⁵⁷.

En un segundo plano, y más allá de este principio de igualdad, el tipo que ahora comentamos protege la confianza de los inversores en el correcto funcionamiento de los mercados financieros, presupuesto inexcusable para su eficacia⁵⁸. No hace

56 Incluso es esa suerte de comunidad de riesgo, que tanto el inversor como los otros participantes en el mercado han asumido conscientemente, siempre y cuando el negocio bursátil presuponga una igualdad de oportunidades, lo que lo hace atractivo. OTTO, 1995, p. 459.

57 MUÑOZ CONDE, 2001, p. 493.

58 Vid. GÓMEZ INIESTA, 1997, pp. 287 y ss.

falta recordar que el buen funcionamiento del, mercado financiero depende en gran medida de la confianza que inspire a los inversores, confianza que a su vez se basa en la garantía dada a cada uno de que estará en igualdad de condiciones que el resto de participantes en el mercado; por ello, cuando los inversores perciben que algunos sujetos operan en los mercados desde una posición de preeminencia lograda no por sus propios méritos sino por el acceso a una información privilegiada, y que gracias a ella no asumen en sus operaciones los mismos riesgos que el resto de los inversores, pueden perder su confianza en la limpieza y transparencia del mercado y dejar de operar en él, pues el mercado que no ofrece a los inversores oportunidades de ganancia efectiva es evitado por éstos.

En definitiva, las prácticas *insider trading* dañan en todo caso al propio sistema, que deja de ofrecer confianza, por quebrarse la igualdad de los inversores, lo que puede conducir a una retracción del mercado, en cuyo caso resulta perjudicado todo el sistema financiero. Por todo ello, existe un amplio consenso doctrinal, en torno a que el bien jurídico protegido por el artículo 285 puede ser definido como un objeto jurídico supraindividual que consiste en la confianza en el correcto funcionamiento del mercado de valores, asegurando el principio de igualdad de oportunidades de los inversores, presupuesto básico para mantener la operatividad del mercado⁵⁹.

59 Vid. ARROYO ZAPATERO, 1995, pp. 55 y ss; GÓMEZ INIESTA, 1997, pp. 287 y ss; VALLE MUÑOZ, 2001, p. 1315. Otros autores prefieren hablar de “un correcto funcionamiento del mercado de valores”: MARTÍNEZ-BUJÁN, 1999b, p. 136; BAJO FERNÁNDEZ, 1999, pp. 132 y ss; GÓNZALEZ RUS, 2000, p. 516; SUÁREZ GONZÁLEZ, 1998, p. 551.

En definitiva, ambos conceptos están íntimamente relacionados, pues como vimos el correcto funcionamiento del mercado de valores depende de la confianza que inspire a los inversores que en él operan y, ésta a su vez se basa en las garantías dadas a los inversores de que todos gozaran de las mismas oportunidades en la negociación, y de que habrá un acceso igualitario a la información, factor determinante para la toma de decisiones responsables y acertadas. Idéntica reflexión se encuentra en el preámbulo de la Directiva 89/592/CEE cuando se afirma que “las operaciones con información privilegiada, debido a que suponen ventajas para ciertos inversores

Las prácticas *insider trading* lesionan esa igualdad de oportunidades y amenazan la confianza de los inversores en el correcto funcionamiento de los mercados financieros. Ahora bien, ni la economía de mercado ni el mercado de capitales en su conjunto ni la confianza en estas instituciones se ven perjudicados en concreto por una operación de abuso de información privilegiada, por muy importante que ésta llegara a ser, pues no existe una confianza del inversor en que ningún otro participante en virtud de sus mayores conocimientos no le va a perjudicar, pero sí confía en que esa situación no se convierta en el pan nuestro de cada día. Por ello, es la generalización de las prácticas de *insider trading* la que amenaza la confianza del resto de inversores en un mercado determinado, porque se extiende el convencimiento de que el riesgo de negociar en él no está igualmente repartido: las probabilidades de obtener beneficios o pérdidas dependen de factores sólo conocidos para un círculo de iniciados.

Dogmáticamente, nos encontramos en presencia de un delito de los denominados de “bien jurídico intermedio espiritualizado” o “con función representativa”. Esto es, delitos que tutelan un bien jurídico supraindividual inmaterial no reconducible a bienes jurídicos individuales, como es el de la confianza de los inversores en el correcto funcionamiento de los mercados financieros, con respecto al cual resulta difícilmente concebible la tipificación de una lesión o puesta en peligro concreta, puesto que el menoscabo de dicho bien no se produce por una conducta aislada sino por la reiteración y generalización de conductas que quiebran las condiciones básicas que garantizan el correcto funcionamiento del sistema financiero⁶⁰. Por ello, el bien jurídico confianza en el correcto funcionamiento de los mercados financieros se tutela, mediante la técnica de los delitos de peligro abstracto a través de una figura delictiva que cuen-

pueden deteriorar esa confianza... y entorpecer el correcto funcionamiento del mercado que en gran medida depende de la misma”.

60 Vid. RODRÍGUEZ, MONTAÑES, 1994, pp. 300 y ss.

ta con un bien jurídico intermedio representante que es el que ha de resultar inmediatamente lesionado por el comportamiento individual. Este bien jurídico representante no es otro que el principio de igualdad de oportunidades, que sí resulta lesionado con la acción del iniciado. De esta manera se está protegiendo mediatamente la confianza en el correcto funcionamiento de los mercados financieros a través de una serie de conductas concretas, que no comportan individualmente la lesión o puesta en peligro concreto de esa confianza, pero podrían llegar a producirla mediante su reiteración y generalización⁶¹. El delito de abuso de información privilegiada se configura, debido a la posición ocupada por ambos bienes, como un tipo mixto de lesión-peligro abstracto, de lesión desde la perspectiva del bien jurídico principio de igualdad y de peligro abstracto desde la del bien jurídico confianza en el correcto funcionamiento del mercado, sin que por otra parte sea necesario acreditar la concreta peligrosidad de la acción en relación con este bien inmaterial mediatamente protegido, pues no en vano se configura como delito de peligro abstracto.

De lo que llevamos expuesto en torno al bien jurídico se deduce que en nuestra opinión el tipo penal de abuso de información privilegiada está dirigido a proteger lo mismo que las prohibiciones administrativas contenidas en el artículo 81 de la LMV. La diferencia entre uno y otro ilícito es una diferencia meramente cuantitativa, una cuestión de grado, en la que la intervención del Derecho penal se ha querido reservar para los supuestos más graves. La exigencia de un resultado material cifrado en setenta y cinco millones de pesetas, separable de la actividad del agente, supone por lo tanto el reconocimiento expreso por parte del legislador del principio de insignificancia como corrector de la intervención penal⁶². En cuanto a la elección de la cifra de setenta y cinco millones de pesetas, la misma ha merecido opiniones contrapuestas por parte de la doctrina:

61 ARROYO ZAPATERO, 1997, p. 8.

62 *Vid.* MARTÍNEZ-BUJÁN, 1999a, pp. 99 y ss; RODRÍGUEZ, MONTAÑES, 1994, p. 302.

así, mientras algunos consideran que esa cantidad resulta excesiva en comparación con las fijadas para otros delitos contra el patrimonio, como el hurto, la estafa o la apropiación indebida⁶³, en los cuales, como es sabido, el umbral de la intervención penal está fijado en cincuenta mil pesetas, otros autores estiman que setenta y cinco millones es una cuantía manifiestamente insuficiente para justificar la intervención del Derecho penal en el ámbito del mercado de valores⁶⁴. Por nuestra parte, remitimos el análisis de los diversos problemas que plantea la fijación de este límite cuantitativo al momento en que se analicen los elementos del tipo del artículo 285, *infra*, en especial las conductas castigadas.

II.2. Objeto material: instrumentos, mercados, “información privilegiada”

Por lo que toca al objeto material del delito, éste viene integrado por aquella “información relevante para la cotización de cualquier clase de valores o instrumentos negociados en algún mercado organizado, oficial o reconocido, a la que [el sujeto] haya tenido acceso reservado con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial”. Si atendemos, en primer lugar, al sustrato material a que se refiere la información, éste viene definido por el legislador en términos muy amplios: así, en la referencia a “cualquier clase de valores o instrumentos negociados”⁶⁵ tienen cabida toda clase de instrumentos financieros que incorporen derechos económico financieros y que sean negociables en mercados organizados (acciones, obligaciones, bonos, deuda pública, opciones, ...). Dentro de estos mercados se incluyen el mercado primario de valores y los mercados secundarios (bolsas de valores, mercado de Deuda Pública ano-

63 SERRANO GÓMEZ, 2001, p. 485.

64 GÓMEZ-BENÍTEZ, 2001, p. 49.

65 Crítico con la redacción del tipo en este punto, QUERALT JIMÉNEZ, 1996, p. 475.

tada, mercados de futuros y opciones y mercado de renta fija de la asociación de intermediarios financieros⁶⁶.

En cuanto al tipo de información a que se refiere el precepto, llama la atención, ante todo, que el legislador no haya optado por la expresión “información privilegiada”, siendo así que es este término el que se utiliza siempre cuando se hace referencia a los mercados de valores; así se hace, por ejemplo, en la Directiva comunitaria, en la LMV, y en toda la doctrina, tanto nacional como extranjera. Sorprende, por ello, que el legislador penal no lo utilice en este contexto y sí, en cambio, lo aplique en otros, por ejemplo en el artículo 442, el cual, ubicado en el Título dedicado a los delitos contra la Administración pública, contempla el supuesto de utilización en provecho propio por funcionario o autoridad de la información privilegiada que se tiene por razón del cargo público, definiendo el concepto como “toda información de carácter concreto que se tenga exclusivamente por razón del oficio o cargo público y que no haya sido notificada, publicada o divulgada”⁶⁷. El legislador ha introducido, con ello, una innecesaria confusión de conceptos⁶⁸, que, más allá del defecto de técnica legislativa que refleja, se pone de manifiesto al analizar los problemas concursales que rodean al delito del artículo 285, cuestión de la que habrá ocasión de ocuparse en otro lugar de este trabajo. No obstante, y a pesar de la, a nuestro entender, manifiestamente mejorable técnica legislativa escogida, la doctrina mayoritaria se inclina por considerar que la “información relevante” del artículo 285 es un concepto normativo que permite ser integrado por la normativa extrapenal

66 Se muestra contraria a la inclusión del mercado primario HERNÁNDEZ SAÍNZ, 1997, marg. 197”.

67 Este artículo es el que ha venido a suceder al 368 del antiguo Código penal, precepto este último que fue introducido por L.O. 9/1991, y al que ya se ha hecho referencia en el epígrafe I. 2. C). La locución “información privilegiada” se utiliza, además de en el 442, también en los artículos 284 y 418 del vigente Código. A todo ello se hará referencia con más detalle *infra*, en el apartado dedicado a los concursos.

68 En este mismo sentido, LÓPEZ BARJA, 1998, p. 363.

correspondiente, y que, por ello, viene a resultar equivalente al concepto de información privilegiada acuñado por la doctrina y la legislación mercantil⁶⁹. Un análisis de las notas que el propio artículo 285 predica de la información a que se refiere pondrá de relieve cómo, en efecto, el concepto es en esencia el mismo⁷⁰.

La información de la que se trata ha de resultar, en primer lugar, “relevante” para la cotización de los valores, relevancia que, entendemos, no puede significar otra cosa que susceptibilidad de incidir en el precio de cotización. Equivaldría, así, al inciso “podría influir [...] de manera apreciable sobre la cotización”, contenido en la definición de información privilegiada que ofrece el artículo 81.2 de la LMV⁷¹. Creemos, además, que,

69 Cfr. VALLE MUÑOZ, 2001, p. 1312; GONZÁLEZ CUSSAC, 1999, p. 529; GONZÁLEZ RUS, 2000, p. 516; QUERALT JIMÉNEZ, 1996, p. 476; MARTÍNEZ-BUJÁN, 1999b, p. 138; MUÑOZ CONDE, 2001, p. 495; HERNÁNDEZ SAÍNZ, 1997, margs. 194 y ss.; RUIZ RODRÍGUEZ, 2001, p. 1808. Conviene advertir que el Proyecto de Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero introduce en el artículo 82 LMV un concepto de ‘información relevante’, definiéndola como “toda aquella cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y por tanto pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario” (artículo 38. Segundo). Con ello aparecería en la LMV un término idéntico al utilizado por el legislador penal en el artículo 285 pero al que se otorga un contenido diferente del que caracteriza a la información privilegiada (la cual sigue siendo definida en el citado proyecto de una manera muy similar a como lo es ahora en la vigente LMV; cfr. no obstante, *supra*, nota 35). Sin embargo, la eventual aprobación del Proyecto en estos términos creemos no impediría seguir relacionando la ‘información relevante’ del artículo 285 del Código penal con la ‘información privilegiada’ del artículo 81 de la LMV. La coincidencia terminológica no implica que el significado que deba darse a la expresión ‘información relevante’ deba necesariamente ser el mismo en la legislación administrativa y en la penal, ya que a la vista del bien jurídico protegido en el tipo penal el concepto de información relevante en el Código penal debe ser, a nuestro juicio, más limitado que el que postula el Proyecto de ley (*vid.* también la argumentación que sigue en el texto).

70 Respecto a la definición de información privilegiada contenida en el artículo 442, la misma será analizada al estudiar la relación que cabe establecer entre ese precepto y el artículo 285, en el apartado de este trabajo dedicado a los concursos; *vid. infra*, II. 6.

71 *Vid. supra*, I. 2. B).

aunque el legislador penal no lo mencione expresamente, debe exigirse que la información relevante sea de carácter concreto, es decir, precisa, perfectamente distinguible de un mero rumor, y ello porque consideramos que esta interpretación restrictiva viene impuesta por el bien jurídico protegido tal y como lo hemos descrito en las líneas anteriores: la protección de la confianza en el correcto funcionamiento del mercado de valores exige que se castigue sólo al que se encuentra realmente en una posición de superioridad objetiva con respecto al resto de inversores, por disponer de datos ciertos y seguros acerca de determinados valores, de manera que respecto a él el riesgo de la inversión se reduzca a cero⁷².

Por último, se trata de información a la que se ha tenido “acceso reservado, con ocasión del ejercicio de [la] actividad profesional o empresarial”. Ello significa, ante todo, que se trata de una información que no se ha hecho pública y que no resulta posible deducir a partir del análisis de datos que estén a disposición de cualquiera⁷³. Además, la referencia a la actividad empresarial o profesional con ocasión de la cual se ha de haber tenido acceso a la información incide de lleno en la cuestión de los posibles sujetos activos, materia en la que nos centraremos a continuación.

II.3. Sujetos activos

Nos encontramos en presencia de un delito especial. Ello es consecuencia de la redacción del precepto, el cual, aunque comienza refiriéndose de manera inespecífica a “*quien* [...]”

72 Otro argumento a favor de esta interpretación vendría dado, si se acepta que la ‘información relevante’ del artículo 285 es un concepto equivalente al de la legislación mercantil, por el hecho de que el requisito de tratarse de información de carácter concreto sí aparece en la definición de información privilegiada del artículo 81.2 LMV.

73 Acerca de esta exigencia de no-publicidad puede verse, *in extenso*, ESTEVAN DE QUESADA, 1995, pp. 13461 y s.

usare de alguna información relevante...”, exige a continuación que la persona haya tenido “acceso reservado” a la misma “con ocasión del ejercicio de su actividad empresarial o profesional”. Ello limita el círculo de sujetos activos a aquellos que ejerzan ciertas actividades profesionales o empresariales, con ocasión de las cuales puedan acceder a información no pública relevante para la cotización de determinados valores. La expresión escogida por el legislador adolece, a nuestro juicio, de cierta vaguedad, y es preciso por ello detenerse en el análisis de los elementos que la componen, al objeto de precisar exactamente las personas que pueden verse afectadas por la prohibición penal.

La expresión ‘con ocasión de’ parece ciertamente desafortunada, y ello por la variedad de supuestos albergables *prima facie* bajo la misma: si bien es evidente que quedan fuera del ámbito penal los iniciados secundarios, es decir, aquellos que adquieren la información porque un iniciado primario se la confía⁷⁴, ya que en este caso es de todo punto indiscutible que estas personas no han accedido a la información con ocasión de ninguna profesión o actividad empresarial, la cuestión no está tan clara respecto de otros colectivos. Por ejemplo, tanto el mensajero que escucha una conversación entre directivos mientras entrega el paquete, como el empleado de la limpieza que en el transcurso de su trabajo encuentra en una papelera documentos que contienen información privilegiada, están accediendo a la información ‘con ocasión de’ sus respectivas profesiones. Sin embargo, no parece que haya sido intención del legislador incluir a estos grupos de sujetos en el tipo penal, y ello porque una interpretación en este sentido conllevaría extender desmesuradamente los contornos del tipo, el cual incriminaría todos los casos de acceso casual a la información privilegiada siempre que se diera la circunstancia de haber ocurrido mientras el sujeto desempeña su trabajo. La solución a este problema se encuentra, en nuestra opinión, en la interpretación de la expresión

74 Por ejemplo, el familiar o el amigo que reciben la confianza de un miembro del consejo de administración de la compañía.

“acceso reservado”. Por acceso ‘reservado’ creemos que ha de entenderse⁷⁵ un acceso ‘que se reserva’, es decir, acceso reservado a, destinado únicamente a un determinado grupo —reducido— de personas. En definitiva, la persona accede a la información por formar parte de un colectivo al cual esa información va destinada, y el criterio de pertenencia al referido colectivo es el desempeño de determinada actividad profesional o empresarial. La interpretación propuesta conlleva que más que ‘con ocasión de’, el acceso a la información se produzca ‘debido a’ la profesión o actividad empresarial; de esta forma, únicamente resultan castigados los casos en que la fuente de la información reservada es la profesión del sujeto, y no aquellos otros en que la profesión es sólo una vía para tomar conocimiento casual de la información a la que otros han tenido acceso. Por lo tanto, los colectivos que quedan afectados por la prohibición penal serán, en primer lugar, los *insiders* societarios (presidentes y miembros del consejo de administración de las empresas, altos directivos, consejeros delegados, etc.)⁷⁶, pero, también, todos aquellos con una dedicación profesional al mercado de valores, como agentes de cambio y bolsa, operadores financieros etc, así como las personas que acceden a la información reservada en el ejercicio de su profesión: asesores financieros, abogados, economistas, auditores, etc.⁷⁷

Por el contrario, quedan fuera del tipo tanto los dos ejemplos mencionados en el texto como otros similares (casos del taxista, camarero, etc., que escuchan accidentalmente la conversación), y también, por ejemplo, el del psiquiatra al que el *insider* confía sus fuentes de estrés y, entre ellas, la próxima fusión

75 De acuerdo con la cuarta acepción que de este término ofrece el *Diccionario de la Lengua Española*, 21ª ed., 1992.

76 Por virtud de la referencia a la “actividad empresarial”.

77 Ruiz Rodríguez interpreta la expresión ‘reservado’ en el sentido de que con ella se hace referencia a la forma de transmisión de la información: el acceso sería reservado cuando quien transmite la información lo hace con la intención de que se guarde confidencialidad. (Ruiz Rodríguez, 2001, p. 1806).”

que va a tener lugar: en este caso, si bien el psiquiatra recibe la información debido precisamente a su profesión, no forma parte del colectivo al cual la información va en principio destinada⁷⁸. No obstante, conviene recordar que el hecho de que todos estos sujetos queden fuera del ámbito de aplicación del artículo 285 del Código penal no impide que puedan quedar sujetos a otro tipo de responsabilidades en caso de que decidan hacer uso de la información o divulgarla a terceros, ya que en muchos de estos casos pueden resultarles de aplicación las sanciones administrativas previstas en la LMV.

Por otra parte, hay que diferenciar estos supuestos ahora comentados de aquellos otros en los que el iniciado se vale de una persona interpuesta, un testaferro u 'hombre de paja', para realizar las operaciones prohibidas por la norma penal. Ante todo, ésta circunstancia no sería obstáculo para castigar al iniciado, pues el propio artículo 285 prevé la posibilidad de que el sujeto realice las conductas típicas "directamente o por persona interpuesta"⁷⁹. Cuestión distinta es, desde luego, la responsabilidad en que pudiera incurrir el testaferro: si también concurren en él las características necesarias para ser sujeto activo no habrá problema para considerarle autor, pero en caso de no ser así la configuración del abuso de información privilegiada como delito especial impediría que se le pudiera responsabilizar por este título. Ello no obsta, sin embargo, para que su responsabilidad pudiera instrumentarse por la vía de la participación en el delito especial, ya fuera a título de cómplice o de cooperador necesi-

78 Otras legislaciones que manejen un concepto más amplio de iniciado, como la francesa, pueden llegar a castigar supuestos como el de un arquitecto que ve salir juntos de su despacho a los presidentes de los consejos de administración de dos compañías que según recuerda haber leído en prensa preparaban un acuerdo entre ellas (*vid.* TERRADILLOS BASOCO, 1998, p. 171). Casos como éste, sin embargo, probablemente no integrarían en Derecho español ni siquiera el concepto de información precisa y relevante requerida por el tipo.

79 Considera innecesaria esta expresa previsión legal QUERALT JIMÉNEZ, por estimar que las reglas generales de autoría mediata o la figura del autor tras el autor hubieran sido suficientes para resolver satisfactoriamente estos problemas; *vid.* QUERALT JIMÉNEZ, 1996, p. 474.

rio, y ello sin perjuicio de la responsabilidad en que pueden incurrir todos los partícipes por la eventual comisión de otros delitos comunes relacionados con el que ahora es objeto de estudio como falsedades, estafas, etc. También hay que tener en cuenta la posibilidad de aplicación de las sanciones administrativas previstas en la LMV. Desde luego, si el sujeto que ha servido como instrumento ignora los fines a los que su conducta ha servido, quedará exento de responsabilidad.

Por último, hay que hacer referencia a dos supuestos especiales de sujeto activo, ambos relacionados con la función pública. Son los contenidos en los artículos 418 y 442 del Código penal, cuyo estudio, sin embargo, y por razones sistemáticas, diferimos al momento en que se traten los concursos.

II.4. Conductas castigadas

La conducta punible en el artículo 285 del Código penal aparece descrita alternativamente por los verbos típicos “usar” o “suministrar” a otro una información relevante. Por ‘usar’ debe entenderse cualquier clase de negociación de los valores que lleva a cabo el propio *insider* (directamente o por persona interpuesta) infringiendo un deber específico de fidelidad o lealtad⁸⁰,

80 Vid. GONZÁLEZ CUSSAC, 1989, p. 142, VALLE MUÑOZ, 2001, p. 1314, MARTÍNEZ-BUJÁN, 1999b, p. 141. Al optar el Código penal español por un modelo de criminalización del *insider trading* circunscrito a especiales categorías de sujetos, caracterizados por el ejercicio de una profesión o actividad empresarial merced a la cual adquieren la información, la utilización o transmisión de la misma adopta un claro perfil de abuso, de quebranto de un deber de lealtad o fidelidad. En todo caso, la infracción de ese deber específico de lealtad o fidelidad no debe ser interpretado como la infracción de un deber de lealtad hacia la emisora de los valores negociados que puede que no exista, puesto que el círculo de sujetos activos del delito no queda circunscrito a los denominados *internal insiders* o *insiders* primarios (los cuales al pertenecer a la sociedad emisora de los valores negociados tendrían respecto de ella un deber de lealtad o fidelidad), sino que comprende a todos aquellos que tienen conocimiento de la información privilegiada en el ejercicio de su actividad empresarial o profesional aun cuando no pertenezcan a la sociedad emisora de los valores negociados y sean por tanto res-

teniendo en cuenta que ha de ser precisamente el conocimiento de esa información reservada la causa determinante de la realización de la operación. El sentido gramatical del verbo típico 'usar' permite en principio la punición de una amplia variedad de comportamientos activos, pues caben tanto las operaciones de compra o venta de activos financieros, como la cancelación de operaciones en curso que a la vista de la información privilegiada se revelan desventajosas para el sujeto; en todos estos casos el mandato de abstención se mantiene sólo hasta el momento en que por hacerse pública la información pueden los inversores concurrir al negocio en igualdad de condiciones que los iniciados. En todo caso, el sentido del verbo típico 'usar' resulta incompatible con los comportamientos meramente omisivos, por lo que queda excluido del ámbito del precepto el denominado *insider non-trading*, como por ejemplo abstenerse, a la vista de la información privilegiada, de realizar una operación proyectada o mantener una operación que se tenía previsto cancelar⁸¹.

En cuanto a la modalidad de 'suministrar', ésta se introduce con la evidente finalidad de evitar la impunidad de aquellos supuestos en los que no es el iniciado el que usa la información, sino que se limita a comunicarla a un tercero para que éste abuse de ella⁸². El Diccionario de la Real Academia define el verbo suministrar como "proveer a uno de algo que necesita"⁸³, por tanto, similares consideraciones en cuanto a la amplitud de

pecto de ella unos *outsiders*. El deber al que aludimos hace referencia al correcto desarrollo de la actividad empresarial o profesional del sujeto. Este deber, resulta quebrantado cuando la información privilegiada es usada por el sujeto fuera del ámbito para el que está prevista y para el que le fue confiada. La infracción de ese deber es lo que convierte el uso de la información privilegiada en uso ilegítimo y por tanto en abuso.

81 En el mismo sentido se manifiestan MARTÍNEZ-BUJÁN, 1999b, p. 142; GONZÁLEZ CUSSAC, 1999, p. 529; GÓNZALEZ RUS, 1996, p. 820 y BAJO FERNÁNDEZ, 1999, p. 136.

82 Así lo ponen de manifiesto MARTÍNEZ-BUJÁN, 1999b, p. 142; OTTO, 1995, p. 468.

83 REAL ACADEMIA ESPAÑOLA, *Diccionario de la Lengua Española*, 21ª ed., 1992.

los términos típicos cabe efectuar respecto de esta modalidad, pues ‘suministrar’ a otro la información equivale tanto a comunicar a un tercero la información relevante, como a facilitarle lo necesario para que acceda a la misma, con lo que en este supuesto sí cabe la comisión por omisión⁸⁴. Sin embargo, no basta con dar un consejo para realizar una operación bursátil (otra cosa es que el consejo o recomendación se acompañen de los datos reservados que la avalen), siendo necesaria la comunicación expresa de una información objetiva y concreta. Según esta interpretación, en fin, las conductas castigadas por el tipo se corresponderían con las dos primeras prohibiciones del artículo 81.2 LMV, es decir, las relativas a preparar o realizar operaciones en el mercado y a comunicar la información a terceros, quedando excluida del ámbito del tipo penal la mera recomendación a un tercero de que negocie con determinados valores⁸⁵.

En contra de esta tesis, MARTÍNEZ-BUIJÁN ha puesto de manifiesto que, conforme a una interpretación gramatical estricta del tipo, la conducta del *insider* que comunica a otro la información reservada para que éste dolosamente se aproveche de ella y obtenga para sí o para un tercero distinto del propio iniciado un beneficio económico resulta en realidad atípica, pues la utilización en la dicción legal de la forma verbal gerundio exigiría que la obtención del beneficio económico sea imputable a quien suministra la información⁸⁶. Es cierto que la redacción

84 De esta opinión son MARTÍNEZ-BUIJÁN, 1999b, p. 142 y MUÑOZ CONDE, 2001, p. 495. En contra, GONZÁLEZ RUS, 1996, p. 820 y BAJO FERNÁNDEZ, 1999, p. 136.

85 Artículo 81.2 LMV: “[...] Todo el que disponga de alguna información privilegiada deberá abstenerse de ejecutar por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente, alguna de las conductas siguientes: a) Preparar o realizar cualquier tipo de operación en el mercado sobre los valores a los que la información se refiere. b) Comunicar dicha información a terceros, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o cargo. c) Recomendar a un tercero que adquiera o ceda valores o que haga que otro los adquiera o ceda basándose en dicha información”.

86 MARTÍNEZ-BUIJÁN, 1999b, p. 143. *Vid.* también, SUÁREZ GONZÁLEZ, 1998, p. 552. HERNÁNDEZ SAÍNZ, 1997, margs. 192 y s.

literal del tipo genera dudas; no obstante, creemos que es posible una interpretación gramatical que afirme la tipicidad de la conducta señalada: la forma verbal gerundio puede referirse no sólo al sujeto de la oración, sino a cualquier nombre o complemento de la oración a la que pertenezca, o a otro que no forme parte de ella⁸⁷; de esta manera bastaría con que la obtención del beneficio o la causación del perjuicio traiga causa directa de una negociación de los valores, fruto del uso o suministro de la información relevante, ya sea dicha negociación realizada por el *insider* o por el tercero al que le ha suministrado la información⁸⁸. En todo caso, la punición de esta conducta resulta asimismo de una interpretación teleológica del precepto, pues desde la perspectiva del bien jurídico tutelado tan perjudicial resulta la conducta del *insider* que obtiene un beneficio económico usando o suministrando a otro información relevante como la del *insider* que suministra esa misma información a un tercero para que sea éste el que obtenga dicho beneficio, en ambos casos se quiebra el principio de igualdad de oportunidades en la negociación y se pone en peligro la confianza de los inversores en el correcto funcionamiento de los mercados. Por último, también desde la perspectiva del principio de vigencia resulta criticable la tesis de MARTÍNEZ-BUJÁN, ya que de acuerdo con lo preconizado por este autor la modalidad típica consistente en suministrar la información no podría nunca aplicarse en la práctica, pues o bien los supuestos habrían de ser reconducidos a un ‘usar’ por persona interpuesta, o bien resultarían atípicos⁸⁹.

87 REAL ACADEMIA ESPAÑOLA: *Gramática de la Lengua española*, 1999, p. 181.

88 Así lo señala VALLE MUÑOZ, 2001, pp. 1314-1315..

89 En todo caso, a la vista de la desafortunada redacción del tipo conviene alertar sobre las consecuencias de una interpretación gramatical excesivamente rigurosa, y ello porque de la misma podría también derivarse la conclusión de que el requisito de la obtención del beneficio o causación del perjuicio es sólo predicable de la modalidad consistente en suministrar, y no así del usar (habida cuenta de la ausencia de una coma entre las palabras ‘suministrar’ y ‘obteniendo’). Esta interpretación es, sin embargo, descartada por la doctrina, y numerosos autores ni siquiera aluden a la posibilidad de realizarla, siendo así que es, en puridad, la más acorde con la dicción legal

Por lo demás, resulta indiferente para la integración del tipo que el *insider* comunique la información privilegiada a otro/s de forma gratuita u onerosa; en ambos casos sólo estaremos en presencia de una conducta típica cuando el adquirente o cesionario de la información privilegiada negocie, basándose en ella, en el mercado financiero obteniendo un beneficio o causando un perjuicio en cuantía superior a la típicamente exigida. Así, el *insider* que suministra a otro la información a cambio de una contraprestación de cien millones de pesetas no realiza —aún— la conducta típica; el precepto penal sólo entra en juego si el tercero utiliza a su vez esa información para operar en el mercado y obtiene un beneficio o causa un perjuicio superior a setenta y cinco millones de pesetas. Esta interpretación, restrictiva del tipo, resulta obligada en atención a la delimitación del bien jurídico que hemos realizado páginas atrás: la igualdad de los inversores no se ve lesionada porque determinadas personas simplemente posean o transmitan informaciones privilegiadas —hecho éste, por otra parte, que es consustancial al propio funcionamiento del sistema—; sólo cuando alguien da el paso de negociar en el mercado abusando con ello de esa información que posee es cuando se ve lesionada la igualdad y con ello la confianza de los inversores en el correcto funcionamiento del mercado.

Como resultado de las conductas descritas el precepto exige la obtención de un beneficio económico o la causación de un perjuicio, en cantidad superior a setenta y cinco millones de pesetas. La naturaleza jurídica de este límite cuantitativo ha suscitado dudas en la doctrina, existiendo autores que lo han calificado como de condición objetiva de punibilidad⁹⁰, mientras que

(apuntando —y rechazando— esta posibilidad, QUERALT JIMÉNEZ, 1996, p. 478, en nota, y LÓPEZ BARJA, 1998, p. 364). Por ello, y aun haciendo, desde luego, nuestras las críticas vertidas respecto a la redacción del precepto, consideramos preferibles aquellas interpretaciones que, dentro por supuesto del respeto al principio de legalidad, tiendan a corregir esas deficiencias literales.

90 MUÑOZ CONDE, 2001, p. 495; GÓMEZ INIESTA, 1997, pp. 379 y ss; RUIZ RODRÍGUEZ, 2001, p. 180 y ss.; HERNÁNDEZ SAÍNZ, 1997, marg. 201.

otros, entre los cuales nos incluimos, consideran dicho límite como un elemento del tipo⁹¹. Por obvias razones de espacio no es éste lugar apropiado para una exposición pormenorizada de los argumentos que se han manejado a favor y en contra de cada una de estas opciones⁹²; por ello, enumeramos a continuación sucintamente aquellas razones que nos parecen de mayor peso para justificar la postura adoptada en relación con este punto. Consideramos, en primer lugar, que no puede hablarse de condición objetiva, dado que ni se trata de un hecho futuro e incierto, ni se encuentra causalmente desvinculado de la conducta del agente; por otra parte, la cuantía del beneficio obtenido o del perjuicio causado nos da la medida de la violación del objeto de protección del tipo, dicha cuantía es proporcional a la magnitud del injusto⁹³, por lo que no puede desvincularse de la imputación subjetiva al autor que es lo que ocurriría en caso de ser conceptualizada como una condición objetiva de punibilidad. Efectivamente, estimamos necesario para poder aplicar el artículo 285 que el dolo del autor abarque la magnitud del beneficio o perjuicio que con su comportamiento va a producir, lo cual aboga por conceptualizar los setenta y cinco millones como resultado de la conducta y no como condición objetiva de punibilidad. Obviamente, bastará que el autor tenga respecto de los mismos un dolo eventual. Siguiendo esta interpretación, la conducta de simple venta o cesión de información privilegiada sin la intención por parte del *insider* de que el adquirente o cesionario la explote financieramente es atípica o, en su caso, puede integrar

91 MARTÍNEZ-BUJÁN, 1999b, pp. 144 y ss; VALLE MUÑOZ, 2001, pp. 1314 y ss; SUÁREZ GONZÁLEZ, 1998, p. 552; GONZÁLEZ RUS, 2000, p. 517, GONZÁLEZ CUSSAC, 1999, p. 530, RUIZ RODRÍGUEZ, 1997, pp. 344 y s.

92 Los argumentos manejados por la doctrina para la configuración de los límites cuantitativos como elementos del tipo de injusto o como condiciones objetivas de punibilidad pueden verse *in extenso* en MARTÍNEZ-BUJÁN, 1999a, pp. 141 y ss.

93 Que la cuantía del beneficio es proporcional a la gravedad del injusto se ve confirmado indirectamente por el artículo 286, en el que se considera como subtipo agravado el hecho de que el beneficio que se obtenga sea de notoria importancia; *vid. infra*, II.7.

un delito de descubrimiento y revelación de secretos en la medida en que dicha información pueda conceptuarse como un secreto de empresa.

A los anteriores argumentos podemos añadir que la pena pecuniaria se configura como una multa cuya cuantía es proporcional al beneficio obtenido o perjuicio causado, lo cual, dado que la pena ha de ser proporcionada a la gravedad del hecho típico, se convierte en otro argumento a favor de considerar el límite cuantitativo como un elemento del hecho típico.

Por otra parte, es suficiente con que se produzca una de las dos posibilidades, es decir, o bien la obtención de un beneficio, que puede consistir tanto en una ganancia como en la evitación de una pérdida, o bien la causación de un perjuicio. El empleo de la conjunción disyuntiva impide apreciar el delito cuando tal cantidad se alcance mediante una combinación de beneficios propios y perjuicios ajenos⁹⁴. Respecto de la modalidad de causación de un perjuicio, ya pusimos de manifiesto en sede de bien jurídico que muy raras veces las operaciones de abuso de información privilegiada causan un daño patrimonial a los particulares: como vimos, el perjuicio es debido no a la concreta operación de compra o venta llevada a cabo por el *insider* o por el tercero a quien le ha suministrado la información relevante, sino a la falta de una base informativa completa y veraz que permita la toma de las oportunas decisiones de inversión en cada momento, siendo sumamente difícil, por lo demás, probar los perjuicios económicos efectivamente causados. El beneficio debe provenir de la actuación en el mercado de valores y debe ser consecuencia directa de las operaciones llevadas a cabo en ese ámbito, la exigencia de esta necesaria relación de causalidad entre la conducta y el perjuicio o beneficio refuerza la convic-

94 De esta opinión GONZÁLEZ RUS, 1996, p. 820; En contra se manifiesta MARTÍNEZ-BUJÁN, para quien sería teóricamente posible que la cifra de los setenta y cinco millones de pesetas pudiera ser sobrepasada merced a una combinación de beneficio y perjuicio. MARTÍNEZ-BUJÁN, 1999b, p.145.

ción de que dicho límite cuantitativo ha de ser conceptuado como un elemento del tipo⁹⁵.

La consumación del delito tiene lugar en el momento en que se produce el beneficio o se causa el perjuicio superior a los setenta y cinco millones. Esto ocurre en el momento en el que la cotización de los valores negociados varía al haberse publicado la información que hasta el momento era reservada⁹⁶. Lo mismo sucede con la modalidad de suministro, la consumación no tiene lugar en el momento de la comunicación de la información privilegiada sino cuando el adquirente o cesionario de la misma actúa en el mercado financiero, materializando esa ventaja cognoscitiva en la obtención de un beneficio o en la causación de un perjuicio en cuantía superior a la típicamente exigida. No hay inconveniente en apreciar la tentativa, cuando el sujeto haya dado principio a la ejecución del delito practicando los actos que objetivamente deberían producir el resultado en cuantía superior a los setenta y cinco millones de pesetas⁹⁷. Será necesario un juicio *ex post* referido al momento en que se explotó el conocimiento de la información privilegiada para valorar el importe que hubiera podido alcanzar el beneficio y demostrar que la acción iba dirigida a superar el citado límite cuantitativo.

II.5. Concursos

En lo relativo a la posible concurrencia del delito que ahora se comenta con otras figuras contenidas en el Código penal, debe en primer lugar hacerse referencia al supuesto contemplado en el artículo 442 del mismo. Este precepto, que se

95 COBO DEL ROSAL-VIVES ANTÓN, 1999, p. 430.

96 HURTADO POZO, 1995, p. 432; MARTÍNEZ-BUJÁN, 1999b, p. 146.

97 BAJO FERNÁNDEZ se muestra contrario a la admisión de la tentativa pese a conceptuar el beneficio o perjuicio en cantidad superior a setenta y cinco millones de pesetas como un elemento del tipo. En el mismo sentido se manifiesta MUÑOZ CONDE, si bien este último tras conceptuar el límite como condición objetiva de punibilidad. *Vid.* BAJO FERNÁNDEZ, 1999, p. 136; MUÑOZ CONDE, 2001, p. 495 y ss.

encuentra ubicado en el Título XIX, dedicado a los delitos contra la Administración pública⁹⁸, castiga con multa del tanto al triple del beneficio perseguido, obtenido o facilitado e inhabilitación especial para empleo o cargo público por tiempo de dos a cuatro años la conducta de “la autoridad o funcionario público que haga uso de un secreto del que tenga conocimiento por razón de su oficio o cargo, o de una información privilegiada, con ánimo de obtener un beneficio económico para sí o para un tercero”, previendo asimismo que las penas se impondrán en su mitad superior en caso de que se obtenga efectivamente el beneficio perseguido. El párrafo segundo contempla como supuesto agravado que resulte “grave daño para la causa pública o para tercero”, en cuyo caso las penas previstas son prisión de uno a cuatro años e inhabilitación de siete a diez años. El precepto contiene también una definición de información privilegiada, señalando que “a los efectos del presente artículo” se entiende por tal “toda información de carácter concreto que se tenga exclusivamente por razón del oficio o cargo público y que no haya sido notificada, publicada o divulgada”.

El problema de la coexistencia de este tipo con el de abuso de información privilegiada consiste en decidir cuál de los dos debería aplicarse en el supuesto de que fuera un funcionario público quien operase con información privilegiada en los mercados de valores, supuesto que ha suscitado en la doctrina soluciones contrapuestas.

Así, mientras algunos autores se inclinan por estimar que nos encontramos ante un supuesto de concurso ideal de delitos, fundamentado en la pluralidad de bienes jurídicos que se ven afectados en el caso que se comenta⁹⁹, otros estiman que ha de acudir a las reglas que disciplinan el concurso de normas, en concreto al criterio de especialidad, si bien en unos casos éste

98 En concreto en su Capítulo IX, que lleva por rúbrica “De las negociaciones prohibidas a los funcionarios públicos y de los abusos en el ejercicio de su función”.

99 En este sentido, MARTÍNEZ-BUJÁN, 1999b, p. 147; MIR PUIG, 1996, p. 332.

jugaría a favor del artículo 285¹⁰⁰, mientras que en otros se postula como especial el delito del 442¹⁰¹. La relación entre ambos preceptos se presenta, ciertamente, problemática, y avanzamos ya que, en nuestra opinión, pueden existir argumentos a favor de diversas soluciones; no obstante, consideramos posible asumir aquella que propugna la aplicación del concurso ideal de delitos, y ello por las razones que a continuación se exponen.

En primer lugar, no creemos que pueda afirmarse la existencia de una relación de especialidad lógica entre ambos preceptos. Si bien el 442 sería especial por lo restringido de los sujetos activos, el 285 lo sería por los requisitos que exige respecto del objeto material¹⁰². Por ello, ni todos los supuestos del 442 son encuadrables en el 285 ni viceversa. Ello no quiere decir que no pudiera pensarse en la aplicación de algún otro de los criterios contenidos en el artículo 8 del Título Preliminar, señaladamente el de subsidiariedad: podría considerarse que el artículo 442 es subsidiario respecto del 285 para los supuestos en que el sujeto activo sea funcionario público. Sin embargo, con esta propuesta se llega a la insatisfactoria conclusión de que el legislador en el artículo 442 estaría privilegiando el abuso de información privilegiada cuando éste es realizado por un funcionario, ya que sólo se le impondrían penas de multa e inhabilitación especial, incluso en el caso de que obtuviera efectivamente el beneficio buscado, siendo así que el tipo básico del artículo 285 contempla siempre prisión de uno a cuatro años. En contra de esta afirmación podría aducirse, a su vez, que el artículo 442 adelanta el momento de la intervención penal, puesto que no exige que el beneficio se produzca efectivamente para imponer las penas, ni requiere una cuantía mínima, con lo cual el pre-

100 GONZÁLEZ RUS, 1996, p. 821.

101 MUÑOZ CONDE, 2001, p. 494, VALLE MUÑIZ, 2001, p. 1310 y ss.; MORALES PRATS/RODRÍGUEZ PUERTA, 1999, p. 1309 y s.

102 El artículo 442 no exige que la información se refiera al mercado de valores pero evidentemente ése es uno de los supuestos posibles a tenor de la amplia definición de "información privilegiada" que ofrece el propio precepto.

cepto dejaría de poder ser considerado un tipo privilegiado. Sin embargo, frente a esto cabe contraargumentar que, en la medida en que el uso de la información vaya dirigido a la obtención del lucro, y a pesar de que éste no se consiga, la conducta también puede castigarse por el 285, en grado de tentativa. En definitiva, todos estos problemas no hacen sino poner de manifiesto, a nuestro juicio, que la vía del concurso de normas no parece conducir en modo alguno a una solución satisfactoria.

Por nuestra parte, creemos que la solución ha de partir de la averiguación de los bienes jurídicos protegidos por los correspondientes delitos. El objeto de tutela del artículo 285 ha quedado establecido en páginas anteriores como la confianza en el correcto funcionamiento del mercado de valores con respeto al principio de igualdad de oportunidades entre los inversores. Respecto al bien jurídico protegido por el delito del artículo 442, cabe cifrarlo en el correcto funcionamiento de la Administración pública, concretamente “en la objetividad, en los servicios a satisfacer por los poderes públicos, de conformidad con los principios de objetividad, imparcialidad e igualdad”¹⁰³. Los autores que defienden la aplicación del concurso de normas por especialidad a favor del 442 en el problema de concurrencia que estamos comentando creen posible considerar que el injusto típico de este precepto cubre el íntegro desvalor de la conducta del funcionario que usa la información privilegiada para realizar operaciones ventajosas en el mercado de valores¹⁰⁴. Sin embargo, a nuestro juicio no es posible defender esta tesis. Creemos que tanto de la ubicación del precepto como de los antecedentes

103 ORTS BERENGUER, 1996, p. 1872. En sentido similar, MORILLAS CUEVA/PORTILLA CONTRERAS, 1994, p. 193: “el deber de objetividad e imparcialidad que ha de regir el funcionamiento de la administración en su labor de satisfacer los intereses generales de los ciudadanos” (en referencia al artículo 368, precedente del artículo 442 en el anterior Código penal y de redacción muy similar). También MIR PUIG, 1996, p. 331: “el principio de no utilización de la función pública como fuente de privilegios contraria a la igualdad de oportunidades [...]”.

104 Cfr. VALLE MUÑOZ, 2001, pp. 1311 y ss.; MORALES PRATS/RODRÍGUEZ PUERTA, 1999, p. 1309.

de su tipificación, y, sobre todo, de la propia redacción del mismo, se desprende claramente que si el mercado de valores recibe protección a través de este tipo ello ocurre sólo tangencialmente, y en tanto en cuanto ese mercado es uno de los posibles intereses que pueden verse afectados por la conducta ilícita del funcionario, como también podría serlo la ordenación urbanística en el supuesto de que la información privilegiada se refiriera a una próxima recalificación de determinados terrenos. Lo esencial en el delito contenido en el artículo 442 del Código penal es la instrumentalización de la función pública que realiza el funcionario con la finalidad de obtener un lucro personal, de manera que resulta afectada negativamente la confianza de los ciudadanos en el funcionamiento objetivo e imparcial de la Administración. La propia historia del precepto, como decíamos, avala esta interpretación: el antecedente directo del mismo, el artículo 368 del Código penal derogado, que presentaba una redacción muy similar a la del vigente 442¹⁰⁵, surgió por obra de la Ley Orgánica 9/1991, de 22 de marzo, en la que se contemplaban una serie de medidas para atajar la corrupción política que en aquellos momentos se había puesto de manifiesto en una serie de casos ampliamente difundidos por los medios de comunicación, razón por la cual la citada disposición legal, además del precepto que ahora nos interesa, introdujo otras modificaciones en el Código penal relativas al tráfico de influencias y al cohecho impropio. Como señala LÓPEZ BARJA, y por lo que se refiere al artículo 368 del anterior Código, “seguramente lo que

105 El tenor literal del artículo 368 del anterior Código penal, tal y como quedó redactado en virtud de la L.O. 9/1991 era el siguiente: “El funcionario público o autoridad que, haciendo uso de un secreto de que tenga conocimiento por razón de su oficio o cargo, o de una información privilegiada, obtuviere un beneficio económico para sí o para tercero, será castigado con las penas de inhabilitación especial y multa por el importe del valor del beneficio obtenido o facilitado. Si resultare grave daño para la causa pública o para tercero, las penas serán las de prisión menor e inhabilitación especial. A los efectos de este artículo se entiende por información privilegiada toda información de carácter concreto que se tenga exclusivamente por razón del oficio o cargo públicos y que no haya sido notificada, publicada o divulgada.”

el legislador tuvo en su pensamiento fue la utilización de otro tipo de informaciones [distintas a la referida a los mercados de valores] que ciertos funcionarios públicos o autoridades pueden tener, como las de carácter urbanístico (recalificación de terrenos, etc.) o las derivadas de la adquisición de bienes por parte del Estado”¹⁰⁶. De ahí la ubicación del tipo entre los delitos contra la Administración pública.

Todo lo que antecede no fue obstáculo para que, en la medida en que el Código penal vigente hasta 1995 carecía de un precepto específico que castigara el abuso de información privilegiada en los mercados de valores, la doctrina considerara que en los supuestos en que ese tipo de operaciones fueran realizadas por un funcionario público les sería de aplicación el artículo 368¹⁰⁷. Sin embargo, la situación cambió radicalmente con la aprobación del nuevo Código, en el que el legislador ha considerado suficientemente digno y necesitado de protección penal al mercado financiero como para incluir un precepto destinado específicamente a la tutela de su correcto funcionamiento. El mantenimiento de un tipo penal equivalente al antiguo 368 (el hoy vigente 442) no puede ser motivo para que las prácticas *insider trading* realizadas por un funcionario merezcan menor sanción que las efectuadas por un particular, sólo por caber también en un tipo destinado a la protección de intereses completamente diversos. Por el contrario, creemos que en el supuesto de que un funcionario abuse de la posición que ocupa en la función pública para operar ventajosamente en el mercado de valores son dos los bienes jurídicos que se ven afectados, tanto la confianza en el correcto funcionamiento del mercado financiero como el correcto ejercicio de la función pública ajustado a los principios de objetividad e imparcialidad. Por ello abogamos por considerar que en estos supuestos estamos ante un concurso ideal de delitos, a resolver de acuerdo con las previsiones contenidas en el artículo 77 del Código penal.

¹⁰⁶ LÓPEZ BARJA, 1993, p. 218.

¹⁰⁷ Cfr., por todos, MORILLAS CUEVA/PORTILLA CONTRERAS, 1994, pp. 217 y s.

Otro supuesto, que no es propiamente de concurrencia pero que por razón de similitud de contenido trataremos en esta sede, es el recogido en el artículo 418 del Código penal. Este precepto, también ubicado en el Título destinado a los delitos contra la Administración pública, castiga con multa del tanto al triplo del beneficio obtenido o facilitado al “particular que aprovechar para sí o para un tercero el secreto o la información privilegiada que obtuviere de un funcionario público o autoridad [...]”. Si resultara grave daño para la causa pública o para tercero, la pena será de prisión de uno a seis años”. Como puede apreciarse, tampoco en este caso nos encontramos ante una norma referida en concreto al mercado de valores. El concepto de información privilegiada manejado en la misma habrá de interpretarse, por razones de coherencia sistemática, en los términos descritos en el artículo 442; por lo tanto, abarca en principio tanto informaciones relativas a títulos valores como otros supuestos. Ahora bien, en la medida en que en el caso concreto la información privilegiada sí se refiera al mercado de valores, el artículo 418 constituye el único caso de incriminación penal de un *outsider*, ya que como vimos al estudiar los sujetos activos del artículo 285 estos quedaban fuera de la órbita de aquel precepto. El legislador ha considerado que el único supuesto en que resulta penalmente relevante el comportamiento del *outsider* es en los casos en que el iniciado que le proporciona la información es un funcionario público, y ello en consonancia con la mayor entidad del injusto que reviste la conducta del propio iniciado en estos supuestos¹⁰⁸. No es éste, repetimos, un caso de concurrencia entre el delito del artículo 285 y el del 418, sino que, en la medida en que la información a la que se refiere el precepto sea relativa al mercado de valores, el artículo 418 constituye un supuesto excepcional de incriminación del comportamiento de un *outsider*.

108 Respecto del funcionario público que la proporciona se habrá apreciado un concurso de delitos entre el artículo 285 y el 442 del Código penal, de acuerdo con lo argumentado en el texto en torno a la relación entre estos dos preceptos.

El último de los artículos del Código penal que incluye también la expresión “información privilegiada” es el 284. Este precepto castiga a los que “difundiendo noticias falsas, empleando violencia, amenaza o engaño, o utilizando información privilegiada, intentaren alterar los precios que habrían de resultar de la libre concurrencia de productos, mercancías, títulos valores, servicios o cualesquiera otras cosas muebles o inmuebles que sean objeto de contratación, sin perjuicio de la pena que pudiera corresponderles por otros delitos cometidos”. Las penas previstas son prisión de seis meses a dos años o multa de seis a dieciocho meses. Si atendemos únicamente a aquellos elementos del tipo que interesan desde la perspectiva de este trabajo, es decir, las referencias a información privilegiada y a títulos valores, veremos que el comportamiento incriminado en este precepto es la manipulación de cotizaciones: la conducta del sujeto activo va dirigida a producir un cambio en el precio al que se cotizan los instrumentos financieros. Conviene adelantar, ante todo, que en la generalidad de los casos no habrá lugar a plantearse una concurrencia entre este delito y el de abuso de información privilegiada, y ello porque este último comportamiento se dirige por lo general exclusivamente a obtener un lucro o beneficio económico aprovechándose del precio que en un momento determinado tienen de hecho los valores con los que se negocia; la finalidad del *insider* no es, por tanto, alterar la cotización, sino utilizar en su beneficio la cotización existente¹⁰⁹. No obstante, ante la eventualidad de que algún supuesto pudiera integrar ambos tipos penales, la doctrina ha ofrecido soluciones contrapuestas, que van desde la aplicación de un concurso de delitos¹¹⁰, hasta la calificación como concurso de normas a favor del artículo 285, y esto último bien por aplicación del criterio de subsidiariedad¹¹¹, bien del de consunción¹¹².

109 Cfr. MARTÍNEZ-BUJÁN, 1999b, pp. 134 y s.

110 MARTÍNEZ-BUJÁN, 1999b, p. 134.

111 SUÁREZ GONZÁLEZ, 1998, p. 554.

112 GONZÁLEZ RUS, 1996, p. 821.

Consideramos que la solución de este problema exige distinguir dos supuestos. El primero sería el caso de que la información privilegiada se utilice únicamente para provocar la alteración en los precios, sin perseguir el sujeto la obtención de beneficio alguno para sí o para tercero. En este caso esa utilización constituye un elemento del propio tipo descrito en el artículo 284, en concreto un medio comisivo de los enumerados en el precepto, y por sí misma no da lugar, en principio, a la aplicación de ninguna otra figura delictiva. La cláusula concursal contenida en el inciso final no es obstáculo a esta tesis, puesto que la misma va dirigida a permitir la punición separada de aquellos medios comisivos que, además de ser tales, constituyan por sí mismos delitos autónomos. Respecto al medio que consiste en el uso de información privilegiada, para que sea delictivo ha de ser realizado por unos sujetos determinados, a través de unas concretas conductas y, sobre todo, con ánimo de obtener un beneficio superior a cierta cuantía. Sólo cuando la utilización de información privilegiada del artículo 284 revista estas características, además de perseguir la alteración de las cotizaciones, estaremos ante un supuesto de concurrencia, y en ese caso consideramos que habrá de resolverse aplicando un concurso ideal de delitos, pues ninguno de los preceptos en cuestión contemplaría por sí mismo la totalidad de las características de la conducta.

Para finalizar las consideraciones dedicadas a la posible concurrencia del abuso de información privilegiada del artículo 285 del Código penal con otros tipos penales, únicamente señalar que las conductas incardinables en este precepto podrían también estar estrechamente relacionadas con otras figuras delictivas, como estafas, falsedades, etc., lo que daría lugar, en su caso, a los correspondientes concursos de delitos; las limitaciones inherentes a un trabajo de la naturaleza del presente impiden entrar a considerar en detalle cada uno de estos posibles supuestos.

II.6. Pena

Para el delito de abuso de información privilegiada están previstas, de forma cumulativa, las penas de prisión de uno a cuatro años y multa del tanto al triplo del beneficio obtenido o favorecido. En relación con la multa, es de notar que en este caso no se ha optado por el sistema de días-multa, que es la norma general en el Código penal de 1995, sino por la multa proporcional, lo cual está en consonancia con las elevadas cuantías que pueden alcanzar los beneficios producidos por las operaciones de *insider trading*. En efecto, la cuantía máxima que es posible imponer por el sistema de días-multa son treinta y seis millones de pesetas, mientras que el propio artículo 285 exige ya como mínimo un beneficio o perjuicio de setenta y cinco millones para poder castigar la conducta. Es de notar que la multa se refiere sólo al supuesto de que el sujeto haya obtenido un beneficio, y tiene por ello un carácter desincentivador de la conducta, pero esta previsión legal conlleva que cuando el sujeto con su conducta únicamente ha causado un perjuicio, por grave que éste sea, será castigado únicamente con prisión¹¹³.

Por otra parte, cabe resaltar el hecho de que no se haya previsto en este caso como pena la inhabilitación para profesión u oficio, siendo así que como delito especial que es en el uso de información privilegiada hay un componente de abuso de la situación profesional o empresarial con fines delictivos. Creemos que una pena de este tipo hubiera podido resultar quizá más desincentivadora que una pena privativa de libertad, si tenemos en cuenta las características que normalmente concurrirán en este tipo de delincuentes, y que además la privación de libertad, al tener un límite inferior de un año, muy probablemente podrá ser suspendida —o incluso sustituida— si el sujeto no tiene antecedentes penales, supuesto que cabe representarse como frecuente¹¹⁴. Con la actual regulación, las conductas

113 Crítica el tinte moralista que esto supone QUERALT JIMÉNEZ, 1996, p. 479.

114 En los países cuyas legislaciones prevén sanciones penales para el abuso de información privilegiada, y entre ellas la privación de libertad, la aplicación

menos graves, que se sancionan por la LMV, sí pueden ser castigadas con sanciones de inhabilitación¹¹⁵, mientras que en los supuestos más graves, reconducidos al Derecho penal, esto sólo resultará posible si el juez hace uso de la posibilidad que le ofrece el art. 56 del Código penal de imponer la inhabilitación como pena accesoria si la profesión ha tenido relación directa con el delito cometido.

II.7. Supuestos agravados

Además de las conductas penadas en el artículo 285, el Código penal contiene en el 286 un tipo cualificado de abuso de información privilegiada. Su aplicación depende de que en la conducta del sujeto concurra alguna de las siguientes circunstancias: que el sujeto se dedique de forma habitual a tales prácticas abusivas, que el beneficio obtenido sea de notoria importancia, o que se cause grave daño a los intereses generales. La concurrencia de alguna de ellas determina la imposición de una pena de prisión de cuatro a seis años, sensiblemente superior, por tanto, a la prevista en el tipo básico, y, además, se impondrá también una pena de multa de doce a veinticuatro meses. Llama sobremanera la atención que en este caso el legislador sí se haya decantado por el sistema general de días multa, lo que determi-

de esta última suele ser excepcional, y cuando tiene lugar se imponen los límites mínimos de duración, optándose en la mayor parte de las ocasiones por suspender el cumplimiento; *vid.* RUIZ RODRÍGUEZ, 1997, pp. 189 y s.

115 Así lo permite el art. 102 LMV en algunos casos, pues dentro del catálogo de sanciones por la comisión de infracciones muy graves prevé en su letra f) "separación del cargo de administración o dirección que ocupe el infractor en cualquier entidad financiera, con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en la misma entidad por un plazo no superior a cinco años", y en su letra g) "separación del cargo de administración o dirección que ocupe el infractor en cualquier entidad financiera, con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en cualquier otra entidad financiera de la misma naturaleza por un plazo no superior a diez años". El artículo completo está reproducido en nota 38.

na, paradójicamente, una rebaja sustancial de la cuantía de la multa en el subtipo agravado respecto del tipo básico, pues los veinticuatro meses señalados multiplicados por una cuota máxima diaria que no puede exceder de las cincuenta mil pesetas¹¹⁶ se traducen en un límite máximo posible de treinta y seis millones de pesetas en el subtipo agravado; notablemente inferior al mínimo de la multa del tipo básico que será siempre de setenta y cinco millones.

La primera circunstancia de las mencionadas en el artículo 286 consiste en la habitualidad del sujeto. Se trata por tanto de una circunstancia agravatoria de índole subjetiva que no será extensible a los demás culpables. MARTÍNEZ-BUJÁN ha entendido, basándose en la jurisprudencia, que la habitualidad requiere, cuando menos, de la repetición de tres actos, no bastando con la realización habitual de comportamientos constitutivos de ilícitos mercantiles¹¹⁷. Sin embargo, la dicción literal del tipo permite concluir que concurriendo el tipo básico como inevitable presupuesto de la agravación, es posible apreciar la habitualidad en los supuestos de previa comisión de infracciones administrativas pues sin duda tales infracciones son 'prácticas abusivas' objetivamente idóneas para quebrar la confianza de los inversores en el correcto funcionamiento de los mercados financieros¹¹⁸.

En cuanto a las circunstancias segunda y tercera, se trata de circunstancias agravatorias de naturaleza impersonal y por tanto comunicables, en su caso, a los restantes culpables. Para apreciar la concurrencia de un beneficio de notoria importancia la doctrina maneja cifras que oscilan en torno a los ciento cincuenta millones de pesetas o cifras superiores; en todo caso, se trata de un elemento normativo del tipo pendiente de valoración cuyo contenido concreto deberá ser perfilado por la jurisprudencia.

¹¹⁶ Ex art. 50.4 del Código penal.

¹¹⁷ MARTÍNEZ-BUJÁN, 1999b, pp. 148 y ss; VALLE MUÑOZ, 2001, pp. 1316; GONZÁLEZ RUS, 1996, p. 822.

¹¹⁸ En este mismo sentido, TERRADILLOS BASOCO, 1998, p. 178.

dencia¹¹⁹. No resulta tan sorprendente el que no se contemple como circunstancia agravante el hecho de que el perjuicio causado sea de notoria importancia, habida cuenta de que la finalidad del tipo, tal y como expusimos en sede de bien jurídico, no es la de incriminar perjuicios patrimoniales sobre los patrimonios individuales de los inversores¹²⁰.

Respecto del grave daño a los intereses generales, no es necesario que éste sea económicamente cuantificable, sino que podrá ser valorado en atención a las consecuencias negativas que las prácticas *insider* generen para los mercados financieros y, en su caso, para el conjunto de la economía nacional.

II.8. Perseguibilidad

En cuanto a la perseguibilidad de estas infracciones, el artículo 287 establece la necesidad de denuncia de la persona agraviada o de su representante legal para proceder por los delitos comentados. Esta referencia podría constituir un grave obstáculo a la aplicación práctica de estos delitos al tratarse de tipos en los que, como se ha comentado más arriba, es sumamente difícil constatar la existencia de particulares que hayan sufrido un perjuicio patrimonial concreto como consecuencia de las operaciones de iniciados. Este obstáculo para la aplicación del precepto, resulta salvado, aunque sólo parcialmente, por lo dispuesto en el número 2 del citado artículo, que exime del requisito de la denuncia previa cuando la comisión del delito “afecte a los intereses generales o a una pluralidad de personas”. Como acertadamente ha señalado QUERALT JIMÉNEZ, aun cuando sea el Ministerio Fiscal el que ejerza la acción penal, ya sea actuando en representación de menores, incapaces o personas desvalidas

119 QUERALT JIMÉNEZ, 1996, p.480; MARTÍNEZ-BUIÁN, 1999b, pp. 150 y ss; VALLE MUÑOZ, 2001, pp. 1316; GONZÁLEZ RUS, 1996, p. 822

120 De opinión contraria QUERALT JIMÉNEZ, 1996, p. 480, a partir de la conceptualización del delito como lesivo de intereses patrimoniales individuales.

o bien *motu proprio* en virtud de la protección de una multiplicidad de afectados, no queda exonerado de la necesidad de alegar la existencia de un perjuicio patrimonial en las personas a quienes representa¹²¹. De esta manera, el único supuesto en el que no planteará insolubles problemas la aplicación del precepto será aquel en el que el Ministerio Fiscal actúe en defensa de los intereses generales¹²².

III. CONCURRENCIA DE SANCIONES PENALES Y ADMINISTRATIVAS

Hemos dejado para el final del trabajo, una vez vistas las regulaciones administrativa y penal del *insider trading*, el análisis de la cuestión que se plantea cuando respecto de unos mismos hechos concurren la investigación que realiza la CNMV y

121 QUERALT JIMÉNEZ, 1996, p.478.

122 En opinión de QUERALT, tampoco este supuesto se ve libre de problemas, por cuanto, en su opinión, “mal puede hablarse, salvo que se haga desde una perspectiva rabiosamente ética, casi fanática y, por tanto, poco razonable, de que dichos intereses –fueren los que fueren- han resultado afectados por la obtención de un beneficio sin que de él se siga en los términos de la imputación objetiva un daño patrimonial, no ya en los intereses generales, lo cual es conceptualmente inviable, sino en personas o entidades concretas.” De ello derivaría la imposibilidad procesal de proceder contra el *insider* en los supuestos en que no pudiera probarse la causación de un perjuicio en un patrimonio individual, y ello fuera cual fuera la cuantía del beneficio obtenido por el iniciado; cfr. QUERALT JIMÉNEZ, 1996, p. 478 y s. Sin embargo, estas consideraciones parten de la base de considerar que el bien jurídico tutelado por el delito de abuso de información privilegiada es el patrimonio individual de quien se ve perjudicado económicamente por la conducta del *insider*. Cuando se estima como objeto de protección la confianza en el correcto funcionamiento del mercado de valores cabe muy bien pensar en supuestos en que esa confianza pueda verse puesta en peligro por la realización de operaciones de envergadura importante y en esos casos, con independencia de que se lleguen a probar perjuicios patrimoniales de individuos, el interés general puede perfectamente legitimar la intervención de la Fiscalía.

la apertura de un procedimiento penal. En estos casos se plantean dos cuestiones: por una parte, si es posible que los dos procedimientos se desarrollen de manera paralela e independiente, o si por el contrario existe algún tipo de subordinación entre ellos; por otro lado, si es posible que se impongan, en su caso, dos sanciones por los mismos hechos, una administrativa y otra penal. Es, en definitiva, el problema del principio *non bis in idem* en sus dos vertientes, procesal y material.

En relación con el primer aspecto, el Tribunal Constitucional tiene sentada una doctrina constante según la cual la actividad de imposición de sanciones por la Administración está subordinada a la autoridad judicial, subordinación que se traduce en “la imposibilidad de que los órganos de la Administración lleven a cabo actuaciones o procedimientos sancionadores en aquellos casos en los que los hechos puedan ser constitutivos de delito o falta [...] mientras la autoridad judicial no se haya pronunciado sobre ellos”¹²³. De conformidad con esta doctrina el Real Decreto 1398/1993, de 4 de agosto, que aprobó el Reglamento del procedimiento para el ejercicio de la potestad sancionadora por parte de la Administración, establece con carácter general el deber de los órganos administrativos de suspender el procedimiento y dar traslado al Ministerio Fiscal en cualquier momento en que tengan conocimiento de hechos que pudieran ser constitutivos de delito¹²⁴.

¹²³ Sentencia 77/1983, de 3 de octubre, fdto. jco. 3.

¹²⁴ Art. 7 R.D. 1398/1993: “Artículo 7. Vinculaciones con el orden jurisdiccional penal.

1. En cualquier momento del procedimiento sancionador en que los órganos competentes estimen que los hechos también pudieran ser constitutivos de ilícito penal, lo comunicarán al Ministerio Fiscal, solicitándole testimonio sobre las actuaciones practicadas respecto de la comunicación.

En estos supuestos, así como cuando los órganos competentes tengan conocimiento de que se está desarrollando un proceso penal sobre los mismos hechos, solicitarán del órgano judicial comunicación sobre las actuaciones adoptadas.

2. Recibida la comunicación, y si se estima que existe identidad de sujeto, hecho y fundamento entre la infracción administrativa y la infracción penal

En cuanto a la vertiente material de la prohibición de *bis in idem*, es conocida asimismo la doctrina que al respecto tiene elaborada el Tribunal Constitucional, según la cual no resulta constitucionalmente legítima la imposición de dos sanciones cuando entre ambas exista identidad de hecho, de sujeto y de fundamento. Uno de los supuestos en que se puede considerar que el fundamento es distinto, y por lo tanto sería admisible la concurrencia de sanciones, son los casos en que entre la Administración y el sancionado existe una relación de sujeción especial¹²⁵.

Pues bien, la regulación que en relación con esta materia encontramos en la LMV es la siguiente: su artículo 96 dispone que “el ejercicio de la potestad sancionadora a que se refiere la presente ley será independiente de la eventual concurrencia de delitos o faltas de naturaleza penal. No obstante, cuando se esté tramitando un proceso penal por los mismos hechos o por otros cuya separación de los sancionables con arreglo a esta ley sea racionalmente imposible, el procedimiento quedará suspendido respecto de los mismos hasta que recaiga pronunciamiento firme de la autoridad judicial. Reanudado el expediente, en su caso, la resolución que se dicte deberá respetar la apreciación de hechos que contenga dicho pronunciamiento”.

Como puede comprobarse, en este precepto no se prevé la paralización del procedimiento y remisión del tanto de culpa al Ministerio Fiscal en cuanto haya indicios de que los hechos pueden ser constitutivos de delito, sino que únicamente se dispone que se suspenderá el procedimiento “cuando se esté tramitando un proceso penal”. Es decir, en este caso, como también en otros ámbitos del Derecho administrativo sancionador, la

que pudiera corresponder, el órgano competente para la resolución del procedimiento acordará su suspensión hasta que recaiga resolución judicial.

3. En todo caso, los hechos declarados probados por resolución judicial penal firme vinculan a los órganos administrativos respecto de los procedimientos sancionadores que sustancien.

125 *Vid.*, por todas, SSTC 2/1981, de 30 de enero, y 234/1991, de 10 de diciembre.

legislación administrativa es reticente a reconocer todas las consecuencias que implicaría un respeto estricto de la subordinación de los procesos administrativos sancionadores respecto de la jurisdicción penal¹²⁶. Además, a esta falta de claridad en la legislación aplicable se une también la costumbre, lamentablemente frecuente, por la que la Administración suele continuar siempre la tramitación de los expedientes ya iniciados hasta su finalización, imponiendo en su caso la sanción correspondiente¹²⁷. Las consecuencias de esta práctica, en el ámbito concreto del mercado de valores, se reflejan en la *Memoria* de la CNMV correspondiente al año 1999, según la cual el fundamento jurídico de la mayoría de resoluciones judiciales que en ese año estimaron total o parcialmente un recurso interpuesto por las personas o entidades sancionadas por la Comisión se basaba en la violación del principio *ne bis in idem*, al haber resuelto la Comisión el expediente e impuesto la correspondiente sanción estando todavía pendiente un proceso penal, por lo que las resoluciones estimatorias de los recursos contencioso administrativos ordenaban retrotraer las actuaciones al momento inmediatamente anterior al de imposición de la sanción y esperar a que recayera resolución judicial firme^{128 129}.

126 Así lo señala Gómez-Benítez, aduciendo también el ejemplo del art. 32 de la Ley General de Defensa de los Consumidores y Usuarios; cfr. GÓMEZ-BENÍTEZ, 2001, pp. 34 y s.

127 Cfr. ARROYO ZAPATERO, 1998, pp. 12 y s.; GÓMEZ-BENÍTEZ, 2001, p. 35.

128 Vid. CNMV, *Memoria* 1999, p. 87.

129 Esto es lo que ocurre cuando el particular impugna la resolución administrativa ante la jurisdicción contenciosa. Sin embargo, en ocasiones el procedimiento administrativo termina, no se recurre, y es en el posterior proceso penal cuando se hace valer la sanción administrativa ya impuesta para impedir la imposición de la pena. En estos casos los tribunales penales, ante esta situación de 'hechos consumados' provocada por la culminación previa del procedimiento administrativo y la imposición – indebida, pero innegable – de la consiguiente sanción, optan a veces por imponer a su vez la pena, si bien descontando de su cuantía la de la sanción administrativa impuesta (vid. Sentencia AP Santa Cruz de Tenerife de 27. 6. 1997; Sentencia AP Castellón de 4. 11. 1992; Auto AP Castellón de 5. 3. 1996). Esta manera de proceder, que intenta paliar el *bis in idem* material, no corrige desde luego la violación del *bis in idem* procesal producida, pero obede-

Pero además de esta vertiente procedimental del principio *ne bis in idem* en la actuación de la potestad sancionadora de la Administración y de la jurisdicción penal, hemos de plantearnos también lo que ocurre en relación con la posibilidad, reconocida como hemos visto por la propia LMV en su artículo 96, de que pueda imponerse una sanción administrativa después de que haya recaído sentencia firme en el proceso penal. A este respecto hay que diferenciar dos casos posibles: puede, en primer lugar, ocurrir que tras un pronunciamiento de absolución o sobreseimiento por parte de la justicia penal el expediente administrativo continúe y declare la responsabilidad de algún sujeto. Habrá, de hecho, muchos comportamientos que sólo serán sancionables a tenor del artículo 81.2 de la LMV porque, como hemos visto, el ilícito penal tiene un ámbito de aplicación mucho más reducido, y ello tanto por lo que se refiere a los sujetos, como por las conductas incriminadas, como, por último, en razón del límite cuantitativo de los setenta y cinco millones de pesetas. Este supuesto no plantea, evidentemente, más problema que el de que la Administración tendrá que respetar siempre la declaración de hechos probados que se contenga en la sentencia.

ce al fin de procurar que el ejercicio de la jurisdicción penal no se vea impedido por una previa actuación indebida de la Administración.

Sin embargo, este criterio ha sido desautorizado por Sentencia del Tribunal Constitucional 177/1999, de 11 de octubre, que ha establecido que una vez impuesta una sanción, sea esta penal o administrativa, no cabe sin vulnerar el derecho fundamental del ciudadano a no ser sancionado dos veces por los mismos hechos, imponer otra, lo que en el supuesto enjuiciado en esa sentencia se tradujo en que a pesar de que la Administración había violado la legalidad aplicable al haber impuesto una sanción antes de dar traslado al Fiscal de los hechos constitutivos de delito contra el medio ambiente, los tribunales penales no podían imponer después la pena correspondiente. Esta sentencia (a la que se formuló un voto particular disidente), ha sido criticada por suponer una inversión del orden de prioridad establecido constitucionalmente entre la jurisdicción penal y la potestad sancionadora de la Administración. A nuestro juicio la doctrina sentada en esta sentencia no debe considerarse sin más como válida para todos los supuestos de imposición previa de la sanción administrativa (véase, por ejemplo, la doctrina, parcialmente distinta, de la STC 152/2001, de 2 de julio), pero parece que en todo caso con esta resolución se oscurece el panorama de las relaciones entre la Administración sancionadora y la jurisdicción penal.

Sin embargo, puede también suceder que se declare culpable al sujeto a tenor del artículo 285 del Código penal. El artículo 96 de la LMV no excluye, en principio, la posibilidad de que sobre unos mismos hechos recaigan dos sanciones, la administrativa y la penal. Esto, como es sabido, sólo sería posible, de acuerdo con la doctrina de nuestro Tribunal Constitucional sobre el principio *ne bis in idem*, cuando, a pesar de la identidad de sujeto y de hecho, las sanciones tengan fundamentos diferentes y la normativa a aplicar persiga fines distintos. No obstante, resulta problemático imaginar algún supuesto en que pudiera darse este caso, pues, tal y como se ha intentado argumentar en este trabajo, a nuestro parecer la normativa administrativa y el ilícito penal de los artículos 285 y 286 persiguen el mismo fin, cual es el de la protección de la confianza en el correcto funcionamiento del mercado de valores. Podría argumentarse en contra de esto que las sanciones administrativas se fundamentan en la relación de sujeción especial que existiría entre la CNMV y las entidades sujetas al control y supervisión de la Comisión, por lo que estas sanciones estarían dirigidas a velar por el mantenimiento de la disciplina y el orden interno de este ámbito de la Administración pública, lo que permitiría la concurrencia de la sanción administrativa y de la penal en atención a que cada una perseguiría fines distintos. Sin embargo, y como también ha matizado ya el Tribunal Constitucional, no basta la mera existencia de la relación de sujeción especial para que pueda considerarse justificada la imposición de dos sanciones, una administrativa y la otra penal, sino que la sanción administrativa ha de fundamentarse en la protección de intereses jurídicos distintos, porque la conducta haya puesto en peligro o redundado en perjuicio del concreto servicio público afectado¹³⁰. Nosotros creemos, con Gómez-Benítez, que “la sujeción de las sociedades cotizadas en Bolsa al régimen sancionador de la

130 STC 234/1991, de 10 de diciembre, fdo. jco 2. Vid. también algunas consideraciones en torno a la posibilidad de fundamentar en esta institución la duplicidad de sanciones penales y administrativas en CARBONELL MATEU, 1999, pp. 97 y ss.

Comisión Nacional del Mercado de Valores [...] no tiene nada que ver con el orden interno o el buen funcionamiento de dicho sector de la Administración (la citada Comisión), sino con el orden en el mercado de los valores, que es, obviamente un orden social general, a cuyos efectos se otorgan funciones de control a la Administración”¹³¹. Por tanto, la eventual relación de sujeción especial no puede en este caso prestar el fundamento material para la doble sanción, y la aplicación conjunta de sanciones administrativas y penales en este supuesto deviene, a nuestro parecer, imposible.

Cuestión parcialmente distinta podría plantear el artículo 442 del Código penal. Respecto de este supuesto, y dado que el sujeto activo ha de ser autoridad o funcionario público, podría plantearse desde un óptica distinta la posibilidad de la doble sanción a partir de la teoría de las relaciones de sujeción especial. Sin embargo, tampoco en este caso estimamos posible la imposición de la sanción administrativa una vez que el sujeto haya sido declarado culpable por la jurisdicción penal, y ello en razón de que, como ha habido ocasión de exponer con cierto detalle en el epígrafe dedicado a los concursos, los intereses adicionales a la mera protección del mercado que se ven lesionados cuando es un funcionario público el que opera con información privilegiada en los mercados de valores resultan suficientemente contemplados por la ley penal al aplicar a estos supuestos el concurso de delitos entre los artículos 285 y 442 del Código penal, con lo que imponer, además, sanciones administrativas en este supuesto infringiría claramente, en nuestra opinión, el principio *ne bis in idem*.

La consecuencia que se desprende de todo lo hasta aquí expuesto es que en los casos en los que sea aplicable el delito tipificado en el art. 285 del Código penal, por concurrir los requisitos que este precepto impone en cuanto a sujetos activos, conductas y límite cuantitativo, no cabrá imponer sanciones

¹³¹ GÓMEZ-BENÍTEZ, 2001, p. 37.

administrativas por la misma conducta. A esta conclusión, que nosotros creemos obligada a la luz de la doctrina constitucional expuesta, se le podría oponer la crítica de que conduce a que a los supuestos más graves de abuso de información privilegiada no les sean aplicables las sanciones contenidas en los artículos 102 y 103 de la LMV, sanciones que, por lo que hemos expuesto *supra* al comentar las penas, pueden resultar políticamente más adecuadas que las previstas en el tipo penal. Este inconveniente, que nosotros reconocemos, se ve sin embargo paliado en cierta medida si se tienen en cuenta las disposiciones contenidas en otros preceptos del Código penal relacionados con el artículo 285: por una parte, la posibilidad, ya comentada, de imponer la inhabilitación especial como pena accesorio; por otro lado, la publicación preceptiva de la sentencia condenatoria en los periódicos oficiales —y potestativa en otros medios informativos— que dispone el art. 288 para los supuestos en que el delito haya afectado a los intereses generales o a una pluralidad de personas; por último, la posibilidad que establece este último precepto en su segundo párrafo de que el juez pueda imponer algunas de las medidas previstas en el art. 129 del Código penal.

IV. CONCLUSIONES

Llegados a este punto es momento de extraer alguna conclusión de todo lo que sobre el delito tipificado en el artículo 285 del Código penal llevamos expuesto, y en relación con ello consideramos necesario pronunciarse sobre dos cuestiones fundamentales: de un lado, la relativa al juicio global que haya de merecer la decisión legislativa de incluir este delito en nuestro ordenamiento jurídico penal, y, por otro, la valoración de la concreta técnica legislativa empleada.

La respuesta a la primera de las cuestiones planteadas ha de depender de la medida en que la creación de la figura típica

haya respetado los criterios de necesidad y adecuación de la intervención penal, y a la misma creemos que es posible responder en sentido afirmativo, si bien con algunas matizaciones. Por lo que respecta al bien jurídico que se pretende proteger mediante la tipificación del delito de abuso de información privilegiada, creemos que la confianza en el correcto funcionamiento del mercado de valores es un interés de suficiente importancia en el contexto económico en el que vivimos como para que haya de ser considerado digno de recibir protección penal¹³², y en torno a esta cuestión está de acuerdo la mayoría de la doctrina¹³³. Las disensiones, como ya apuntábamos en la introducción, surgen a la hora de considerar adecuada a estos efectos la utilización de la sanción penal, siendo así que otra posible regulación consistiría en mantener la represión de estos comportamientos en el nivel administrativo. Ahora bien, a nuestro juicio los argumentos a favor de esta segunda opción, relativos a una pretendida mayor agilidad y eficacia de los órganos administrativos, en contraste con una carencia de medios y la excesiva lentitud características de la justicia penal, deben ser relativizados en la medida en que los propios organismos administrativos encargados de la investigación y sanción del abuso de información privilegiada confiesan su incapacidad para hacer frente eficazmente a este fenómeno¹³⁴. Por otra parte, es cierto que hasta el momento no puede decirse que el tipo penal haya resultado especialmente útil para la represión del abuso de información privilegiada, en la medida en que no existe todavía, salvo error nuestro, ninguna sentencia en que se haya aplicado este precepto¹³⁵. Sin embargo, nos parece apresurado extraer de esta cir-

132 Baste para justificar esta afirmación remitir al lector a las consideraciones que a este respecto se hicieron ya en el apartado de este trabajo dedicado al estudio del bien jurídico protegido por el delito del artículo 285 del Código penal; cfr. *supra*, II.1.

133 Cfr., no obstante, en contra, BAJO FERNÁNDEZ, 1999, p. 125 y s y *passim*.

134 Entre las informaciones más recientes, *vid.* las declaraciones del ex - Presidente de la CNMV en *El País*, 8 de octubre de 2000, p. 59.

135 Según una nota de prensa publicada por la CNMV el 25 de enero de este año, se han remitido al Ministerio Fiscal las actuaciones realizadas en rela-

cunstancia la conclusión de que este delito es sólo una muestra más del que se ha dado en llamar Derecho penal simbólico: en ocasiones la inaplicación de algunos preceptos penales durante los primeros años de su existencia puede deberse a que se necesita un tiempo para que calen en la conciencia social y en la conciencia jurídica de los aplicadores del Derecho, y es al cabo de unos años cuando se va incrementando progresivamente su aplicación¹³⁶.

En cualquier caso, a nadie se le oculta que probablemente el único medio realmente eficaz para reducir de forma importante las prácticas de los *insiders* consiste en la mejora e implementación de medidas preventivas; sin embargo, y en tanto una cosa no excluye sino que complementa a la otra, no es posible tampoco prescindir de las sanciones. Y en este terreno no vemos obstáculo a que entre las sanciones las haya también de carácter penal, siempre y cuando estén previstas como *ultima ratio* para los supuestos más graves.

Con ello entramos ya en el análisis del segundo de los problemas que habíamos dejado planteados, esto es, el relativo a si en la redacción concreta de los tipos penales el legislador ha respetado las garantías que le son exigibles. Y es en este aspecto donde, en nuestra opinión, cabe centrar las críticas. Reconociendo que tanto la restricción de los sujetos activos como la exigencia de una cuantía mínima son medios al servicio del respeto del principio de intervención mínima, la redacción de los artículos 285 y siguientes plantea una serie de problemas interpretativos y hasta de incongruencias valorativas que a lo largo del trabajo se han intentado poner de manifiesto, y que probablemente dificultarán la aplicación práctica del precepto. En

ción con un presunto delito de información privilegiada. Parece que esta es la primera vez que la Comisión encuentra indicios suficientes de delito en un caso de este tipo como para ponerlo en conocimiento de la Fiscalía; habrá que esperar para ver si de este expediente se deriva la primera condena por el art. 285.

136 Así lo indica ARROYO ZAPATERO, 1998, p. 4, aduciendo el ejemplo del delito fiscal y del delito contra el medio ambiente.

este sentido se ha hecho referencia a los defectos en el sistema de penas, los problemas que suscita la regulación de la perseguibilidad, las dificultades en la interpretación de la modalidad típica consistente en suministrar la información, etc. En definitiva, todo ello justificaría, a nuestro entender, una nueva intervención legislativa que palie estos defectos si realmente se quiere conseguir que el delito de abuso de información privilegiada no sea una muestra más del llamado Derecho penal simbólico sino que contribuya realmente a la consecución de un funcionamiento más satisfactorio del mercado de valores.

V. BIBLIOGRAFÍA

ARROYO ZAPATERO, L., "Derecho penal económico y Constitución", *Revista Penal*, nº 1, 1998, págs. 1 – 15.

ARROYO ZAPATERO, L., "El abuso de información privilegiada en el Derecho español vigente y en el Proyecto de Código penal" en *Hacia un Derecho penal económico europeo: Jornadas en honor del Profesor Klaus Tiedemann*, B.O.E., Madrid, 1995, págs. 45 - 61.

BAJO FERNÁNDEZ, M., "Uso de información privilegiada", *Cuadernos de Derecho Judicial: "Empresa y Derecho penal (II)"*, 1999, págs. 123 – 143.

CARBONELL MATEU, J. C., *Derecho penal: concepto y principios constitucionales*, 3ª ed., Tirant lo Blanch, Valencia, 1999.

COBO DEL ROSAL, M., VIVES ANTÓN, T.S., *Derecho penal, parte general*, 5ª ed., Valencia, Tirant lo Blanch, 1999.

ESTEVEAN DE QUESADA, C., "El problema del insider trading. Materiales para la reflexión", *Revista General de Derecho*, dic. 1995, págs. 13441 – 13474.

ESTEVEAN-QUESADA, C., "The Implementation of the European Insider Dealing Directive: A Comparative Analysis of the Insider Concept in Germany and Spain", *European Business Law Review*, nov./dic. 1999, págs. 492 – 507.

- FARALDO CABANA, P., "Algunos aspectos del delito de uso de información reservada en el mercado de valores en el Proyecto de Código Penal de 1994", *Estudios Penales y Criminológicos*, XVIII, 1994-1995, págs. 45 -121.
- GÓMEZ-BENÍTEZ, J. M., *Curso de Derecho penal de los negocios a través de casos. Reflexiones sobre el desorden legal*, Madrid, Colex, 2001.
- GÓMEZ INIESTA, D. J., *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid, McGraw-Hill, 1997.
- GONZÁLEZ CUSSAC, J. L., "El abuso de información privilegiada", *Cuadernos de Política Criminal*, nº 37, 1989, págs. 119 - 153.
- GONZÁLEZ CUSSAC, J. L., "Abuso de información privilegiada" en VIVES ANTÓN, T. S., BOIX REIG, J., ORTS BERENGUER, E., CARBONELL MATEU, J. C., GONZÁLEZ CUSSAC, J. L., *Derecho penal: parte especial*, 3ª ed., Valencia, Tirant lo Blanch, 1999, págs. 527 - 531.
- GONZÁLEZ RUS, J. J., "Abuso de información privilegiada en el mercado de valores" en COBO DEL ROSAL, M. (Dir.), *Curso de Derecho penal. Parte especial*, Madrid, Marcial Pons, 1996, págs., 817-822.
- GONZÁLEZ RUS, J. J., "Abuso de información privilegiada en el mercado de valores" en COBO DEL ROSAL, M. (Dir.), *Compendio de Derecho penal español. Parte especial*, Madrid, Marcial Pons, 2000, págs., 515 a 518.
- HERNÁNDEZ SAÍNZ, E., "La nueva regulación penal de los abusos de información privilegiada", *Actualidad penal*, nº 9, 24 febrero - 2 de marzo, 1997, margs. 173-216.
- HURTADO POZO, J., "El delito de explotación de información privilegiada en el Código penal suizo" en *Hacia un Derecho penal económico europeo: Jornadas en honor del Profesor Klaus Tiedemann*, B.O.E., Madrid, 1995, págs. 411 - 439.
- LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, J., "El «insider trading»", en *Cuadernos de Derecho Judicial: La nueva delincuencia II*, 1993, pp. 189 - 221.
- LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, J., "El abuso de información privilegiada", en BACIGALUPO ZAPATER, E., (Dir.) *Curso de Derecho penal económico*, Marcial Pons, Madrid, 1998.

- MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, C., *Derecho penal económico: parte general*, Valencia, Tirant lo Blanch, 1999.
- MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, C., *Derecho penal económico: parte especial*, Valencia, Tirant lo Blanch, 1999.
- MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, C., “Comentario a los artículos 285 y 286” en VIVES ANTÓN, T. S. (Coord.), *Comentarios al Código Penal de 1995*, vol. II, Valencia, Tirant lo Blanch, 1996, págs. 1382 – 1396.
- MIR PUIG, S., “Nombramientos ilegales, negociaciones y actividades prohibidas a los funcionarios públicos y abusos en el ejercicio de su función”, *Cuadernos de Derecho Judicial: “Los delitos de los funcionarios públicos en el Código penal de 1995”*, 1996, págs. 305 - 336.
- MORALES PRATS, F., / RODRÍGUEZ PUERTA, M. J., “Comentario al art. 442” en QUINTERO OLIVARES, G., (Dir.) y MORALES PRATS, F., (Coord.), *Comentarios a la Parte Especial del Derecho Penal*, 2ª ed., Aranzadi, Pamplona, 1999, págs. 1306 – 1310.
- MORILLAS CUEVA, L., / PORTILLA CONTRERAS, G., “Los delitos de revelación de secretos, uso de información privilegiada, cohecho impropio y tráfico de influencias (Comentarios a la Ley Orgánica 9/1991, de 22 de marzo)”, en *Comentarios a la legislación penal*, tomo XVI, 1994, págs. 173 – 244.
- MUÑOZ CONDE, F., *Derecho penal: parte especial*, 13ª ed., Valencia, Tirant lo Blanch, 2001.
- ORTS BERENGUER, E., “Comentario al artículo 442” en VIVES ANTÓN, T. S. (Coord.), *Comentarios al Código Penal de 1995*, vol. II, Valencia, Tirant lo Blanch, 1996, págs. 1871 – 1874.
- OTTO, H., “El abuso de información privilegiada como delito de peligro abstracto”, en *Hacia un Derecho penal europeo: jornadas en honor del profesor Klaus Tiedemann*, B.O.E., Madrid, 1995.
- QUERALT JIMÉNEZ, J. J., *Derecho penal español: parte especial*, 3ª ed., Barcelona, Bosch, 1996.
- RODRÍGUEZ MONTAÑÉS, T., *Delitos de peligro, dolo e imprudencia*, Madrid, UCM – Centro de Estudios Judiciales, 1994.
- RUIZ RODRÍGUEZ, L. R., *Protección penal del mercado de valores (infidelidades en la gestión de patrimonios)*, Valencia, Tirant lo

- Blanch – Servicio de Publicaciones Universidad de Cádiz, 1997.
- RUIZ RODRÍGUEZ, L.R., “El delito bursátil a la luz de la Ley 37/1998, de reforma del Mercado de Valores” en QUINTERO OLIVARES, G. y MORALES PRATS, F. (Coords.) *El nuevo Derecho penal español. Estudios penales en memoria del profesor José Manuel Valle Muñiz*. Aranzadi. Elcano 2001, págs. 1789-1819.
- SEMINARA, S., “ El nuevo delito de *insider trading* en el ordenamiento jurídico italiano” en MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, C. (Dir), *I Congreso Hispano-Italiano de Derecho Penal Económico*. A Coruña, 1998, págs. 141 a 158.
- SERRANO GÓMEZ, A., *Derecho penal. Parte especial*, 6ª ed. (con la colaboración de A. Serrano Maíllo), Madrid, Dykinson, 2001.
- SUÁREZ GONZÁLEZ, C. J., “Abuso de la información privilegiada” en BAJO FERNÁNDEZ, M. (Dir.), *Compendio de Derecho Penal (Parte Especial) vol. II*, Madrid, Centro de Estudios Ramón Areces, 1998, págs. 551 – 556.
- TERRADILLOS BASOCO, J., “La protección penal del mercado financiero” en MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, C. (Dir), *I Congreso Hispano-Italiano de Derecho Penal Económico*. A Coruña, 1998, págs. 159 a 182.
- VALLE MUÑIZ, J.M., “Comentario a los arts. 285 - 288”, en QUINTERO OLIVARES, G., (Dir.) y MORALES PRATS, F., (Coord.), *Comentarios a la Parte Especial del Derecho Penal*, 3ª ed., Aranzadi, Pamplona, 2001, págs.13.