

La Utilización Abusiva de Información Privilegiada en el Mercado de Valores ante el Derecho Penal

GONZALO RODRÍGUEZ MOURULLO
Catedrático de Derecho Penal.

I

El tratamiento jurídico de la utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores nace y se desarrolla, como es bien sabido, en Estados Unidos de América a partir de los años treinta (publicación en 1933 de la Securities Act y de la Securities Exchange Act. en 1934).

Desde allí se extiende, en forma no idéntica, a otros países anglosajones y más tarde a países de Europa Continental.

La expansión de los mercados de valores en Europa y el acceso a los mismos de capas cada vez más extensas de población hace que las irregularidades en dichos mercados no sean hoy un asunto que afecte sólo a unos pocos especuladores, sino potencialmente a una parte notable de la colectividad.

Con todo, el origen estadounidense de la regulación jurídica de esta materia permite a quienes se oponen a la misma tildarla de carácter exótico en relación con el ordenamiento y la realidad de nuestros países.

Lo cierto es que el desarrollo de la disciplina americana del *insider trading* encuentra reflejo en una paralela, aunque -como decíamos- no coincidente, evolución en los principales países de Europa.

Las respuestas legislativas son diversas y van desde las regulaciones francesa (Ordenanza de 28 de setiembre de 1967) o británica (Companies Act. de 1980-Ley de Sociedades modificada por una Ley de Consolidación de 1985, Companies, Securities, Insider Dealing-, enmendada en alguna de sus partes por la Financial Services Act. de 1986), que incluyen la incriminación de determinados supuestos,

hasta la fórmula adoptada por la República Federal Alemana consistente en una "autodisciplina" (Freiwillige Selbstkontrolle), plasmada en una reglamentación fruto de una Comisión de Expertos en problemas de Bolsa instituida por el Ministerio de Economía. La preocupación por las denominadas con terminología de origen francés "operaciones de iniciados" no sólo aparece a nivel de Estados nacionales europeos, sino también a nivel de la Comunidad Europea.

Ya la *Recomendación* de 25 de Julio de 1977 de la Comisión de Estados Miembros se ocupó de la introducción en los propios ordenamientos de una regulación que tutele la confianza de los inversionistas y sancione la obligación de comportarse con lealtad y corrección por parte de todos los llamados intermediarios financieros y, en particular, la obligación de abstenerse de operaciones sobre títulos por parte de aquellos que, por razones profesionales o de hecho, estén en posesión de informaciones reservadas. En el momento de redactar estas líneas está pendiente de aprobación una "Propuesta de Directiva sobre coordinación de las normas relativas a las operaciones de iniciados", que fue presentada al Consejo de las Comunidades Europeas por la Comisión de 25 de mayo de 1987 y modificada por la propia Comisión, en virtud del párrafo 3 del artículo 149 del Tratado CEE, el 4 de Octubre de 1988.

La Propuesta reconoce, en su preámbulo, que "en la mayoría de los Estados miembros no hay una regulación que prohíba las operaciones de iniciados, y que entre las regulaciones existentes entre los Estados miembros se observan importantes diferencias", por lo que se debe "adoptar una regulación coordinada a escala comunitaria en esta materia", lo que "representa también la ventaja de permitir, mediante la cooperación de las autoridades compe-

tentes, luchar más eficazmente contra las operaciones de iniciados ajenas a las fronteras”.

El artículo 1 de la Propuesta, en su versión ya modificada, obliga a los Estados miembros a prohibir la utilización abusiva de información privilegiada en los mercados bursátiles, en los siguientes términos:

“Los Estados miembros prohibirán a todas aquellas personas que, en el ejercicio de su trabajo, profesión o funciones, hayan tenido acceso a información privilegiada, tal como se define en el artículo 6, adquirir o ceder en su territorio, ya sea directa o indirectamente, valores mobiliarios admitidos a negociación en sus mercados bursátiles aprovechándose de esa información privilegiada.”

El artículo 6, por su parte, indica:

“A los efectos de la presunta Directiva, se considerará información privilegiada toda información inaccesible o no disponible para el público que tenga un carácter preciso y que se refiera uno o varios emisores de valores mobiliarios y que, de hacerse pública, influiría de manera sensible sobre la cotización de ese valor o valores mobiliarios”.

La propia Propuesta expone, asimismo en su preámbulo, con enorme claridad y sencillez las razones que justifican la prohibición de las llamadas “operaciones de iniciados” en los mercados bursátiles, mediante las siguientes consideraciones:

“El mercado secundario de valores mobiliarios desempeñan un importante papel en la financiación de los agentes económicos”.

“Para poder realizar esta función de manera eficaz, se deben adoptar todas las medidas necesarias para asegurar el buen funcionamiento de dicho mercado.”

“El buen funcionamiento de este mercado depende en gran medida de la confianza que inspire a los inversores”.

“Esta confianza se basa, entre otras cosas, en la garantía dada a los inversores de que estarán en igualdad de condiciones”.

“Las operaciones de iniciados, debido a que suponen ventajas para ciertos inversores en detrimento de los demás, pueden poner en peligro esta confianza y entorpecer, así, el buen funcionamiento del mercado secundario de valores mobiliarios”.

“Por tanto..., se deben adoptar las medidas necesarias para luchar contra las operaciones de iniciados”.

La necesidad de semejante lucha se comprende con facilidad si se repasa en el decisivo papel que la información juega en el mercado de valores.

El ex-síndico Presidente de la Bolsa de Madrid, Enrique DE BENITO, ha observado, con razón, que todos los mercados tienen un componente informativo esencial. Si la comunicación se eliminara el mercado desaparecería. Por ella nacen las ferias, las lonjas, los puntos de encuentro para la contratación. Pero el mercado financiero es mucho más delicado todavía bajo este punto de vista, en la medida en que su mercadería es ideal representativa y simbólica.

¿Qué se consume en los mercados financieros? Seguramente -advirtió DE BENITO- no se consume nada porque sus productos son inmateriales y no perecederos. Dinero, y títulos, crédito e inversión, aunque sean cosas en sentido jurídico, materialmente no son consumibles; todo lo más, gastables. Podrán pasar de unas manos a otras, pero no perecen nunca. Son cosas *en cambio*, no cosas *en uso*. Se tienen por lo que significan, no por lo que son. Son papeles que significan una inmediata aptitud para ser cambiados por cosas y, entre tanto, un depósito de valor.

En la medida en que los activos financieros son una mercancía ideal, representativa y simbólica, su precio -señala DE BENITO- debe de traducir el de los activos reales que subyacen bajo ellos, el de las cosas reales representadas financieramente. El consumidor de productos financieros requiere conocer cuanto se refiere a las empresas, industrias y negocios emergidos idealmente en títulos valores. A la información objetiva de los mercados financieros, a las cotizaciones, hay que añadir el plus de las empresas emisoras sobre sus actividades reales. Es aquí donde se encuentra la fuente del tráfico de información confidencial.

De los distintos mercados financieros -mercados de dinero, mercados de activos cuasi dinerarios (v.g. papel financiero representado en títulos valores) y mercados bursátiles de renta variable, son estos últimos, en los que se cotiza el título de participación social, los que constituyen -como oportunamente recuerda DE BENITO -campo abonado para el florecimiento del denominado *insider trading*, al tratarse de mercados muy fragmentados en su objeto, que ofrecen una amplísima gama de productos y que exigen una valoración indivi-

dualizada del riesgo. Valoración que entraña un análisis *global* (sobre todo el mercado), *sectorial* (sobre el ramo al que la sociedad emisora pertenece) y *particular* (sobre la sociedad emisora misma).

Este breve esbozo es más que suficiente para comprobar la enorme importancia que la información tienen en el mercado de valores y el interés de la masa de consumidores de productos financieros de no resultar víctimas de operaciones realizadas mediante utilización abusiva de información privilegiada por parte de unos cuantos iniciados.

II

Hasta fecha reciente, la única disposición específica que existía en nuestro ordenamiento en materia de *insider trading* era la contenida en el artículo 12 del Real Decreto de 25 de enero de 1984 sobre Ofertas Públicas de Adquisición, que establece:

“Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 5to (suspensión cautelar de cotización acordada por las Juntas Sindicales de las Bolsas Oficiales de Comercio), todas las personas que tengan conocimiento de la preparación de la oferta pública están obligados a guardar secreto hasta el momento en que se efectúe la difusión general de la misma en la forma prevista en el artículo anterior.

Los miembros de los Consejos de Administración y de los Directores de la Sociedad promotora o afectada, a cualquier persona en situación de conocer la información confidencial correspondiente a la fase preparatoria de una oferta, además de guardar el secreto de las negociaciones, deberán abstenerse de hacer operación alguna en condiciones diferentes a la de la propia oferta pública de adquisición.

La inspección financiera del Ministerio de Economía y Hacienda velará por el cumplimiento de lo dispuesto en este artículo en toda oferta pública de adquisición de títulos-valores”.

La prohibición permite ser interpretada en términos amplios, pero lo primero que hay que observar -como en efecto hace ZURITA- es que no se ha establecido ningún tipo de sanción ni civil, ni administrativa, ni penal para su incumplimiento y, por otra parte, no está claro que clase de actuación puede desarrollar la Inspección Financiera y qué medidas puede adoptar en el supuesto de que descubra un incumplimiento de dicha prohibición.

Ante la ausencia de sanciones específicas, el citado mercantilista sugirió la posibilidad de aplicar una sanción civil de nulidad ex artículo 6.3 del Código Civil (“los actos contrarios a las normas imperativas y a las prohibitivas son nulos de pleno Derecho, salvo que en ellos se establezca un efecto distinto para el caso de contravención”), pero advirtiendo que la nulidad puede en algunos casos perjudicar a la parte que obró de buena fe. Piénsese, por ejemplo, que el vendedor negocia desconociendo la condición de *insider* del comprador y la nulidad se declara después de cerrada la OPA, cuando las acciones se cotizan más bajo que en el momento de la venta.

Por otra parte, la presencia aislada de esta disposición, referida exclusivamente a casos de la OPA, podía resultar perturbadora, ya que una interpretación a *sensu contrario* permitía sostener que, fuera de tales casos, la utilización de información privilegiada por parte de iniciados no estaba prohibida y era lícita.

El panorama ha cambiado a partir de la promulgación de la Ley de 28 de Julio de 1988, reguladora del Mercado de Valores. Dicha Ley se refiere al uso de información privilegiada en varios de sus preceptos. El artículo 81 prohíbe a “quienes dispongan de alguna información privilegiada” realizar, directa o indirectamente, cualquier tipo de operación en el mercado sobre los valores a que la misma se refiera, así como comunicar dicha información a terceros o recomendar la adquisición o cesión de los valores citados. El artículo 99 considera infracción muy grave el incumplimiento de lo dispuesto en el artículo 81 que como tal, será objeto de las sanciones previstas en el artículo 102.

Por otra parte, la citada Ley crea la Comisión Nacional del Mercado de Valores que, según el artículo 13, “velará por la transparencia de los mer-

“La estafa entraña la causación de un perjuicio en patrimonio ajeno, es decir, un empeoramiento, valorable en dinero, de la situación patrimonial en su conjunto...”

cados de valores, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de esos fines” y a la que se atribuye el ejercicio de la “potestad sancionadora” sobre cuantas personas físicas y jurídicas se relacionan en el tráfico de los mercados de valores.

La creación de esta Comisión Nacional vino a colmar una notoria laguna, ya que hasta ahora no existía en nuestro país un organismo oficial específicamente dedicado a la vigilancia y control del mercado de valores, similar a la SEC, a la COB o a la CONSOB.

III

El sistema español no ofrece una respuesta específica a las prácticas denominadas *insider trading*. El hecho de utilizar directa o indirectamente en operaciones bursátiles, en provecho propio, informaciones privilegiadas obtenidas en el ejercicio de la profesión o de la función desempeñada en el seno de una sociedad mercantil, antes de que tales informaciones lleguen al público en general, constituye un comportamiento en sí mismo impune, en tanto no vaya acompañado de otras circunstancias.

Por tanto, sólo de modo indirecto puede ser reprimida en vía penal dicha actuación, a través de figuras delictivas que están originalmente pensadas para otros supuestos.

Los delitos de falsedad documental, de estafa, de maquinaciones para alterar el precio de las cosas y de revelación de secretos representan algunos de esos caminos indirectos para incriminar la conducta que aquí nos ocupa.

El más somero análisis de tales delitos confirma que, como acabamos de indicar, el fenómeno de *insider trading* permanece, en nuestro ordenamiento jurídico fuera de la órbita penal, mientras no se asocie a determinadas características cuya concurrencia los referidos delitos exigen como elementos típicos esenciales.

Así:

Para poder apreciar un delito de falsedad documental (artículos 302 y siguientes del Código Penal) será preciso que el sujeto que se aprovecha de la información privilegiada altere con su comportamiento, material o ideológicamente, el contenido sustancial de un documento.

Es obvio, sin embargo, que el aprovechamiento en operaciones bursátiles de informaciones privilegiadas no tiene por qué entrañar alteraciones materiales o ideológicas en ningún documento.

Solo en el caso de que el *insider* hubiese plasmado en documento privado, público o mercantil, manifestaciones contrarias a la verdad -por él anticipadamente conocida- relativas a la situación económica, financiera y patrimonial de la sociedad, cabría la posibilidad de apelar al delito de falsedad documental.

Pero, como decimos, las operaciones en bolsa no requieren ni presuponen generalmente tales manifestaciones.

Por su parte, la estafa, como es sabido, implica la utilización de un *engaño bastante*, capaz de inducir a error y determinante de un acto de disposición perjudicial para quien lo realiza o para un tercero.

La estafa entraña la causación de un perjuicio en patrimonio ajeno, es decir, un empeoramiento, valorable en dinero, de la situación patrimonial de otro en su conjunto, de tal modo que quedan de antemano al margen de esta figura delictiva los casos en que los “iniciados” aprovechan sus conocimientos confidenciales relativos a una futura mejora de las perspectivas económicas de la sociedad. En estos casos el *insider* habrá quebrantado el principio de *igualdad de oportunidades* que debe presidir el mercado de capitales, pero no se puede decir que haya irrogado un perjuicio a patrimonios ajenos en el sentido del delito de estafa.

Pero aun tratándose del aprovechamiento de conocimientos relativos a perspectivas desfavorables de la sociedad, es necesario preguntarse hasta qué punto el hecho de *silenciar* la verdadera situación de la misma, conocida por el *insider*, puede constituir el *engaño bastante* que, según la definición legal del artículo 528 del Código Penal, exige el delito de estafa.

Lo que nos sitúa ante la debatida cuestión de si las conductas omisivas pueden integrar el delito de estafa.

De opinión negativa son, en principio, todos aquellos que sostienen que el *engaño bastante*, de que habla nuestro Código Penal, requiere una “puesta en escena” al estilo francés (*misse en scène*), ya que, a través del simple silencio, no se da nunca semejante escenificación.

Pero aunque, con mejor criterio, se entienda que el engaño bastante propio de la estafa no implica ninguna puesta en escena, queda en pie la cuestión de determinar en que medida el “no sacar a alguien de un error en el que previamente está” puede equipararse a la efectiva inducción a error mediante engaño.

En todo caso, de admitirse esta equiparación, la misma dependería inexcusablemente de la existencia de un *deber jurídico de informar* que, caso de existir, no tiene porque alcanzar a todos los “iniciados” poseedores de la información privilegiada. Podría incumbir, por ejemplo, a los administradores de la sociedad y no, en cambio, a los asesores económicos, financieros o jurídicos que presten sus servicios profesionales por cuenta de la misma. De lo expuesto se deduce que el delito de estafa sólo se podría invocar, todo lo más, en aquellos casos en que el *insider*, conocedor de la situación desfavorable de la sociedad y teniendo el deber de informar de la misma, guarda silencio e interviene en operaciones en el mercado de capitales de las que derivan perjuicios patrimoniales para otros.

El delito de maquinaciones para alterar el precio de las cosas, que ciertamente protege intereses supra-individuales de orden económico emparentados con los que se ven afectados por el fenómeno del *insider trading*, presenta notorias limitaciones para luchar contra éste.

En efecto, el artículo 540 del Código Penal castiga a “los que, difundiendo noticias falsas o tendenciosas, empleando violencia, amenaza o engaño, o usando de cualquier otra maquinación, intentaren alterar los precios que habrían de resultar de la libre concurrencia de productos, mercancías, monedas, títulos o valores, o cualesquiera otras cosas, muebles o inmuebles, que fueran objeto de contratación”.

Como se ve, el mencionado precepto penal sólo podría entrar en juego cuando el *insider*, además de aprovechar en su propio beneficio la información privilegiada, intentare alterar el precio natural que resultaría de la libre concurrencia y lo hiciera precisamente a través de alguno de los comportamientos típicos expresamente mencionados en el artículo 540 del Código Penal o, en general, mediante cualquier otra maquinación, concepto éste que ha sido definido por el Tribunal Supremo como “proyecto, intriga o asechanza oculta, dirigida regularmente a mal fin” (Sentencia de 23 de enero de 1978).

Por tanto, si no se emplea semejante *modus operandi* y no se actúa con la referida intención de alterar el precio, el delito de maquinaciones previsto en el artículo 540 del Código Penal resulta inaplicable.

Tampoco constituyen instrumentos adecuados para reprimir el *insider trading* los pocos y deficientes preceptos que nuestro Código Penal dedica a regular la revelación de secretos, entre los que hay que mencionar los artículos 498 y 499, por una parte, y el artículo 360, por otra.

El artículo 498 del Código Penal castiga al “administrados, dependiente o criado que en tal concepto supiere los secretos de su principal y los divulgar” y el 499 al “encargado, empleado u obrero de una fabrica u otro establecimiento industrial que en perjuicio del dueño descubriere los secretos de su industria”.

Ambos preceptos requieren la *revelación de secretos*, es decir, la comunicación de la información por parte del administrados, dependiente o empleado a terceras personas que la desconocían. Lo que obliga a descartar su aplicación, sin necesidad de entrar en un ulterior análisis del específico contenido de cada uno de ellos, siempre que el aprovechamiento de la información privilegiada por parte del “iniciado” no vaya acompañada de la revelación de la misma a terceros.

Por último, hemos de referirnos al artículo 360 del Código Penal, que castiga al “Abogado o Procurador que, con abuso malicioso de su oficio, o negligencia o ignorancia inexcusable, perjudicar a su cliente o descubriere sus secretos, habiendo tenido conocimiento de ellos en el ejercicio de su profesión”.

Una primera limitación deriva del círculo de los posibles sujetos activos, reducido a las dos categorías profesionales mencionadas, a la que se suma la que dimana de la exigencia -similar a la de los artículos 498 y 499- de que se produzca la divulgación -descubrimiento- de la conformación reservada y previamente obtenida en el ejercicio de la profesión.

Este breve recorrido por el articulado del Código Pena, que resulta más significativo en orden al tema que nos ocupa, conforman lo que al principio decíamos: el hecho de utilizar directa o indirectamente en provecho propio en operaciones del mercado de valores informaciones privilegiadas, obtenidas en el ejercicio de la profesión o de la función desempeñada en el seno de la sociedad, antes de que

tales informaciones lleguen al público en general, constituyen según nuestro vigente sistema penal, un comportamiento en sí mismo impune en tanto no vaya acompañado de otras circunstancias.

IV

¿Debe intervenir el llamado magisterio punitivo en la lucha contra las prácticas *insider trading* mediante la creación de específicas figuras delictivas? Como hemos dicho antes, ya en la década de los años treinta se tomó conciencia en los Estados Unidos de América de que las maniobras sobre el mercado de acciones por parte de dirigentes de sociedades constituía uno de los más graves motivos de disfunción de los agentes económicos.

Pero tampoco han faltado, ni faltan, en los Estados Unidos voces que se oponen a la prohibición de las

prácticas que aquí comentamos y, con mayor motivo, a su prohibición bajo sanción penal.

Se dice, en ese sentido, que se trataría de delitos sin víctima, porque siempre hay personas dispuestas a comprar o vender en los mercados bursátiles sobre las que no influiría la información confidencial y se subraya asimismo, la enorme dificultad de detectar tales prácticas.

Y yendo ya más al fondo no faltan quienes sostienen, incluso, que las operaciones de *insider* son congruentes con el sistema de mercados de valores y, por consiguiente, su represión contraproducente. En esta dirección se recurre frecuentemente a la cita de MANNE (*Insider trading and the Stock Market*).

Estos puntos de vista, contrarios a la represión de las "operaciones de iniciados" no consiguieron, desde luego, quebrar la línea iniciada en los años treinta en los Estados Unidos, en donde, por el contrario, en 1984 se incrementaron las penas previstas para tales operaciones (Trading Sanction Act).

En Europa, como también hemos dicho, la necesidad de prohibir de *insider trading* se ha dejado sentir en los últimos años, tanto a nivel de los distintos Estados nacionales como de las Comunida-

des Europeas, y la orientación hacia la incriminación de determinadas modalidades de tales prácticas, iniciada con la citada Ordenanza francesa de 1967, parece hoy irreversible. Los Proyectos de Ley y las propuestas provenientes de grupos de trabajo existentes en distintos países europeos así lo evidencian.

Todo ello resulta particularmente significativo si se tiene en cuenta que tal orientación se produce en el contexto de un amplio proceso legislativo de despenalización.

En España, desde la experiencia de Síndico Presidente de la Bolsa de Madrid se ha mostrado, entre otros, partidario de la Intervención penal DE BE-

NITO, aunque, como es lógico, propone que la incriminación de ciertas modalidades de tráfico de información privilegiada vaya acompañada de otra serie de medidas no penales.

En su opinión sería indispensable:

"1. Que se asuma desde las leyes penales el concepto de "tráfico confidencial". La posible próxima directiva comunitaria sobre este particular daría una buena pauta para configurarlo.

2. Que como reservada o confidencial se incluyan no solamente las informaciones sobre empresas determinadas, sino también las informaciones de mercado, las informaciones sobre parámetros que tienen mucho que ver con el mercado (p. ej.: normas fiscales especiales, normas sobre banca, sobre sectores cotizados, etc.)

3. Que se impliquen como iniciados a cuantas personas componen la nervatura del sistema financiero: Consejeros, ejecutivos y grandes accionistas de sociedades; Agente de Bolsa, sus empleados y directivos de las Juntas Sindicales, Jefes y empleados de cartera de Bancos y directivos y ejecutivos de Sociedades de Administración y Gestión de Carteras; por último, ejecutivos y miembros de los Consejos de Bancos oficiales, de Ministerios económicos, de organismos autónomos de carácter similar.

4. Que se definan los períodos de "alta tensión confidencial", a fin de evitar perjuicios irreparables a las personas afectadas. La publicación de las in-

“La tutela de un interés difuso como es el de la igualdad de todos los operadores en Bolsa no permite configurar a las figuras delictivas como delitos de daños,...”

formaciones, su comunicación a terceros, las hace inocuas a partir de ese momento. Convendría definir que momentos son esos.

5. Que se institucionalice la información pública a niveles más altos que los actuales. La Bolsa debe de conocer más datos sobre composición de la accionariado y sobre poderes de representación detentados por los Consejos. Esta práctica es moneda corriente en la mayoría de los Estados y, entre nosotros, de forma espontánea, ya se están haciendo públicos los paquetes de acciones de los Consejeros de algunas sociedades.

6. En la misma línea, no parecería ocioso pensar en algún complemento dinamizado del Registro Mercantil que, llevado con la natural reserva, permita, desde organismos de fiscalización de los mercados, hacer seguimientos sobre éstos para prevenir o probar actitudes fraudulentas.”

Cualquier intervención legislativa de orden penal en esta materia debería sujetarse, en todo caso, a los principios rectores de la moderna política criminal.

En este sentido habrá de partirse :

1. *Del carácter secundario* del Derecho Penal, que obliga a perfeccionar hasta donde sea posible la regulación civil, mercantil y administrativa de la materia. Una buena regulación en estos ámbitos será, sin duda, la mejor manera de prevenir las indeseables prácticas de *insider trading* y, además, permitirá, cuando se anude una sanción penal a la infracción de obligaciones establecidas en esos ámbitos, alcanzar el inexcusable grado de certeza que toda tipificación penal exige.

2. *Del principio de intervención mínima*, conforme al cual la sanción penal debe reservarse siempre para los supuestos más graves y especialmente insoportables, cubriendo los demás por simples sanciones civiles o administrativas.

3. *De la función protectora de bienes* propia del Derecho Penal, de acuerdo con lo cual la misión de esta rama jurídica es la de castigar los ataques a concretos y determinados bienes, susceptibles y merecedores de protección penal, y no la de sancionar el incumplimiento de meros deberes formales.

Partiendo de las anteriores premisas, la primero que hay que preguntarse es si las prácticas *insider trading* afectan a algún bien o interés concreto que aparezcan como digno de protección penal.

En una economía de mercado como la que reconoce nuestra Constitución en su artículo 38, el mer-

cado de valores representa una pieza clave. De ahí deriva el interés colectivo de que tal mercado funcione con normalidad, según las reglas naturales que lo conforman.

Entre esas reglas ocupa lugar fundamental la igualdad de oportunidades de todos los inversores y operadores en bolsa (el igualitarismo de mercado estadounidense o la igualdad de riesgo tedesca).

Cualquier alteración abusiva de esa igualdad de oportunidades perturba el normal funcionamiento del mercado de valores y, en última instancia, el orden económico.

Nos encontramos, pues, ante un interés colectivo de relevante importancia para el desarrollo económico de la sociedad y que, por tanto, desde este punto de vista, es digno, de protección penal.

V

La naturaleza del bien a proteger obliga a configurar las correspondientes infracciones punibles como delitos contra el orden económico, en los que lo decisivo sea el referido principio de igualdad de oportunidades, entendido como interés supra-individual, base de la confianza de los inversores, y no los intereses patrimoniales de carácter individual que eventual o efectivamente hayan podido verse afectados por la utilización abusiva de información privilegiada.

La tutela de un interés difuso como es el de la igualdad de todos los operadores en Bolsa no permite configurar a las figuras delictivas como delitos de daños, la norma penal debe colocarse en posición más avanzada, creando delitos de mera conducta.

El principio de *intervención mínima* hace necesario que se proceda con un carácter muy selectivo, incriminando sólo los casos más graves. Hay que evitar a toda costa incidir en lo que algún comentarista de la materia denominó “furia represiva”.

La incriminación debe seguir una línea progresiva que, comenzando por la violación de las obligaciones previas de la comunicación (vgr., sobre el paquete de acciones poseídas y las variaciones del mismo) y pasando por la prohibición de intervenir en operaciones de bolsa durante un determinado período de tiempo, llegue hasta los supuestos más graves de utilización abusiva de noticias privilegiadas.

En los dos primeros ámbitos las figuras delictivas pueden estructurarse técnicamente como

sancionatorias de la infracción de las obligaciones establecidas en los campos civil, mercantil o administrativo, mientras que los supuestos relativos a la utilización abusiva de información privilegiada deben configurarse autónomamente sobre la base de un precepto primario.

Centrándonos ya en estos últimos supuestos, el primer problema que surge es el determinar el circuito de los posibles sujetos activos.

Algún grupo de trabajo propuso fórmulas que ponen el acento en la posesión de la información privilegiada, prescindiendo de toda cualificación subjetiva de quien la posee.

No es ésta, sin embargo, la posición que mayoritariamente se observa en la legislación comparada, en los proyectos, y en las propuestas de estudiosos. Es verdad que se advierte la tendencia a operar con un concepto amplio de *insider* o iniciado, pero partiendo siempre de la base de una relación funcional, profesional o laboral.

El artículo 1 de la Propuesta de Directiva Comunitaria, en su texto modificado, alude a "todas aquellas personas que en el ejercicio de su trabajo, profesión o funciones, hayan tenido acceso a información privilegiada". La modificación introdujo la referencia al ejercicio de su trabajo, ausente en el texto primitivo, que mencionaba únicamente "el ejercicio de su profesión o de sus funciones". Fue, pues, voluntad de la modificación dejar claro que quedan incluidas también las personas que tienen acceso a la información privilegiada en virtud de una relación laboral.

Desde este punto de vista están, en primer término, los administradores, directivos y demás personas que intervienen en los órganos sociales llamados a conocer la información, así como accionistas poseedores de un porcentaje de participación social capaz de influir en la tecnoestructura de la sociedad y, en segundo lugar, las personas que, por razón del ejercicio de su trabajo, su profesión o el desempeño de un cargo público tiene acceso a la información privilegiada.

El delito de utilización abusiva de información privilegiada debe definirse, pues, en cuanto a los posibles sujetos activos como un *delito especial*, susceptible de ser cometido sólo por un círculo determinado de personas y no por todo aquel que, por cualquier razón, llega a tener conocimiento de la información.

"Admitir que el Derecho Penal deba de intervenir también en la lucha contra las prácticas insider trading, no supone que haya de verse en esta intervención una panacea para acabar con las mismas".

El principio de *intervención mínima* aconseja incorporar al tipo el mencionado elemento subjetivo cubriendo, en su caso, los restantes supuestos en los que falta dicho elemento con sanciones civiles o administrativas.

La Ley inglesa de 1985 define la conducta de *insider trading* como "uso abusivo y deliberado de información reservada obtenida en virtud de una relación privilegiada, con la finalidad de obtener un beneficio o evitar una pérdida, actuando en el mercado de valores, cuyo precio se vería materialmente alterado de darse a conocer el contenido de dicha información".

El mismo principio de *intervención mínima* obliga a apreciar qué se considera noticia *insider* y las materias sobre las que ha de recaer, a fin de evitar que la masa de información que poseen los órganos sociales o los profesionales que prestan sus servicios a la sociedad, y es todavía desconocida del público, caiga indiscriminadamente en el ámbito de la ilicitud penal.

La tarea no es sencilla, pero el legislador deberá esforzarse al máximo para que el tipo penal quede suficientemente especificado qué clase de información es la que, utilizada abusivamente, origina responsabilidad criminal.

En principio, constituye un punto de partida válido la definición que, a sus propios efectos, ofrece la Ley Reguladora del Mercado de Valores en su artículo 81, párrafo segundo:

"A los efectos de la presente Ley se entiende por información privilegiada toda información de carácter concreto, referente a uno o varios valores, que no haya sido dada a conocer al público y que, de haberse hecho pública, hubiera podido influir de modo relevante en su cotización."

El artículo 6 de la Propuesta de Directiva Comunitaria, por su parte, hace hincapié en el carácter *inaccesible o no disponible por el público* que ha de tener la información y refiere la información no sólo a uno o varios valores, sino también a *uno o varios emisores de valores mobiliarios*.

Finalmente, en cuanto a las sanciones a emplear, debe operarse, por supuesto con la pena privativa de libertad, pero además con otra serie de sanciones accesorias que resultan particularmente eficaces en el mercado del Derecho penal económico, tales como publicación de la sentencia condenatoria, suspensión o inhabilitación para desempeñar cargos de administrador o directivo de sociedades, prohibición de operar en Bolsa, etc.

VI

Admitir que el Derecho Penal deba de intervenir también en la lucha contra las prácticas *insider trading*, no supone que haya de verse en esta intervención una panacea para acabar con las mismas.

La sanción penal ha de revestir necesariamente carácter secundario o subsidiario respecto de los remedios civiles, mercantiles y administrativos.

Carecería de todo sentido crear delitos sobre la materia antes de establecer todo un sistema preventivo y antes de apurara la eficacia de las sanciones civiles y administrativas.

Como recordó oportunamente el Magistrado AUGER LIÑAN, a propósito de las prácticas *insider trading*, “poco puede un Derecho penal de la economía, sea ésta privada o pública, sin el respaldo de un adecuado Derecho Civil, que consienta ir a las raíces de la tan proclamada e indiscutida impunidad de la criminalidad económica”, impunidad que se produce -según sus palabras- con la complicidad de un Derecho civil inerte”.

Por lo demás, no basta, para combatir este tipo de prácticas, la creación de una buena legislación en todos los órdenes, incluido el penal. Es imprescindible también dotar a los jueces de medios técnicos y humanos adecuados para investigar hechos de tal índole, en muchas ocasiones altamente sofisticados y siempre difíciles de descubrir y, por descontado, es absolutamente necesario que los encargados de velar por la transparencia del mercado de valores mantengan una permanente y leal colaboración con los Órganos Jurisdiccionales. En este

sentido, es de celebrar que la Ley reguladora del Mercado de Valores haya previsto, en su artículo 88, que “la Comisión Nacional del Mercado de Valores prestará cuanta colaboración le sea requerida por la Autoridad Judicial o por el Ministerio Fiscal en orden al esclarecimiento de hechos relacionados con los mercados de valores que puedan revestir carácter delictivo”, porque, ciertamente, sin esta colaboración es muy difícil imaginar que los Tribunales de Justicia puedan conducir hasta el final sus investigaciones. DYS