

LA PROBLEMÁTICA DEL BIEN JURÍDICO PROTEGIDO EN EL DELITO DE *INSIDER TRADING* Y SU TÉCNICA DE PROTECCIÓN

José Leandro Reaño Peschiera*

I. JUSTIFICACIÓN DE LA INTERVENCIÓN PENAL EN LA REPRESIÓN DE LAS PRÁCTICAS DE *INSIDER TRADING*

Las prácticas de *insider trading*, también conocidas como delitos de *initié*¹ o *insider dealing* (Reino Unido), involucran la explotación de informaciones privilegiadas para efectuar beneficiosas operaciones bursátiles sobre la base de infringir deberes de abstención y confidencialidad inherentes a los agentes económicos que en cierto grado participan en el mercado de valores². Los delitos bursátiles se inscriben dentro de las nuevas formas de criminalidad económica que fueron materia de regulación legal a partir del famoso *crack* de la Bolsa de Nueva York, momento en que el legislador estadounidense tomó conciencia de la existencia de numerosos consorcios dedicados a manipular el precio de las acciones mediante operaciones especulativas.

Precisamente, ante los reiterados casos de operaciones bursátiles con información privilegiada y a fin de evitar una situación de crisis similar a la de 1929, la Security Exchange Commission (SEC) dictó la Securities Act de 1933 y la Securities Act de 1934, en virtud de las cuales se reforzó la persecución de casos de manipulación y abuso de información privilegiada, así como se exigió una mayor difusión de información

El presente artículo delimita el ámbito de protección del delito de insider trading – abuso de información privilegiada en el Mercado de Valores –, partiendo de un recuento histórico que nos permite conocer cómo y por qué surge la necesidad de tipificarlo como delito. En este sentido se reseñan los graves perjuicios económicos que pueden sufrir los inversores y, con ellos, el propio mercado de valores, lo que puede alterar las estructuras del modelo de la Economía de Libre Mercado consagrado en el artículo 58 de la Constitución Política del Perú.

De esta manera el autor analiza el artículo 251 – A de nuestro Código Penal, que regula esta figura delictiva, enfocándose en el bien jurídico protegido por éste. Para esto hace un recuento de las diferentes teorías propuestas, para concluir con su propia postura.

* Bachiller en Derecho por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Profesor de Derecho Penal de la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas.

¹ Denominación que reciben en el derecho francés y en el suizo. Vid. GIUDICELLI-DELAGE, Genevieve. «El delito de iniciados en el Derecho francés». En: Hacia un Derecho penal económico europeo. Boletín Oficial del Estado, Madrid 1995, pp. 401 y ss, y HURTADO POZO, José. «El delito de explotación de información privilegiada en el Código Penal suizo». En: Hacia un Derecho penal económico europeo. Boletín Oficial del Estado, Madrid 1995, pp. 411 y ss. El Diccionario de la Lengua Española define “iniciado” como aquél que comparte el conocimiento de una cosa secreta.

² Los artículos 41 a 43 de la Ley del Mercado de Valores imponen este deber de reserva a los directores, funcionarios y sujetos vinculados a las sociedades emisoras, inversionistas institucionales, sociedades auditoras, agentes de intermediación, entes de regulación del mercado e, incluso, a los parientes y cónyuges de estas personas. A partir de ello y de la redacción del artículo 251-A del CP se tiene que el modelo peruano ha optado por un sistema intermedio, que incluye al *insider* societario y al *insider* de facto.

por parte de los emisores de valores a fin de otorgar transparencia al mercado. Sin embargo, pese a la normatividad desarrollada por el ente regulador del mercado bursátil norteamericano, continuaron produciéndose más casos de *insider trading*.

Es conocido el caso Radio Corporation of America. En tan sólo una semana uno de los consorcios norteamericanos más importantes compró y vendió 1'500,000 acciones de la Radio Corporation of America, obteniendo ganancias de casi US\$ 5'000,000, y todo ello amén de la utilización de información no disponible para el resto de inversionistas. Otro caso de notoria relevancia³ ocurrió también en Estados Unidos, cuando el 12 de noviembre de 1963 la sociedad minera Texas Gulf Sulphur, tras una excavación en la parte septentrional del lago Ontario, obtuvo resultados muy alentadores, y, luego de que los mineros fueran interrogados, con absoluta reserva la empresa procedió a la adquisición de las concesiones mineras cercanas a la primera excavación. A finales de marzo de 1964 las excavaciones continuaron con el éxito augurado. El 16 de abril de 1964 la Texas Gulf Sulphur ofreció una conferencia de prensa en la que comunicó oficialmente los resultados de la investigación realizada, los cuales pusieron de manifiesto que durante el período transcurrido entre la primera excavación y el 16 de abril, numerosos sujetos, administradores, funcionarios y empleados de la empresa, parientes y amigos de éstos, a los que se les había comunicado la noticia, adquirieron títulos y opciones sobre valores de la sociedad. Al cabo de un año la Security Exchange Commission (SEC) inició un procedimiento por violación de la sección 10 (b) y de la *Rule* 10 b-5.

Otro escándalo que conmocionó a la clase financiera norteamericana de la década de los setenta fue el caso Dirks, quien se desempeñaba como empleado de una empresa de intermediación especializada en el ramo de los seguros (*Broker*). En marzo de 1973 R. Dirks tomó conocimiento, a través de un ex trabajador de la compañía de seguros Equity Funding Corporation of America (EFCA), que la situación de dicha sociedad era deficiente y que escondía pólizas falsas y falsificaciones de los libros contables. Dirks aconsejó a diversos clientes que tenían acciones en la EFCA la venta de sus títulos. El 27 de marzo de ese mismo año las acciones de la sociedad, cotizada en New York Stock Exchange, pasaron de 26 a 15 dólares. El consejo de Dirks evitó que sus clientes, al vender oportunamente sus valores, sufrieran pérdidas del orden de 9 dólares por acción.

Más reciente es el «Caso Boesky» descubierto en 1986. Dennis Levine fue el director de la institución financiera Drexel Burnham. Boesky, corredor e intermediario financiero, había contratado los servicios informativos confidenciales de Dennis Levine por cierta cantidad de dinero, quien le aconsejó sobre la adquisición de acciones de diversas empresas. A raíz de ello, Boesky adquirió grandes cantidades de títulos de la compañías indicadas, obteniendo enormes utilidades cuando los precios de dichos títulos aumentaron notoriamente. Boesky obtuvo por mucho tiempo información confidencial y muy personal, lo que le resultó altamente lucrativo. La red de informantes de Boesky era bastante grande y amplia, por lo que se enteraba de todo tipo de operaciones financieras bursátiles y de todas ellas obtenía ventajas pecuniaras. A cambio de los datos proporcionados por sus informantes, Boesky pagaba un porcentaje de las utilidades obtenidas por la utilización de dicha información. A pesar de las dificultades probatorias que presenta esta clase de prácticas, Ivan Boesky fue acusado por delito de *insider trading* sobre la base de haber manejado ilícitamente información en provecho propio, siendo sancionado por la SEC en noviembre de 1986 y finalmente arrestado, lo que significó un gran escándalo financiero en Estados Unidos.

Pero las prácticas de *insider trading* no sólo se han manifestado en el sistema bursátil norteamericano; en España destaca el caso Ibercorp⁴, a saber, un grupo económico que surgió tras la fusión del Banco Ibercorp, Sistemas Financieros (SF) y Grupo Financiero Ibercorp. Entre marzo y junio de 1990 la cotización de SF fue anómala y dudosa, sin razones aparentes sus principales accionistas vendieron sus acciones a la propia SF para autocartera, en total 167,900 valores negociados a un precio de 4,790 pesetas por acción, sin que se correspondiera con una caída de la cotización. Sin embargo, a partir de ese momento la cotización comenzó a caer pese a que precisamente en ese mes se produjo un aumento de capital; ante tal situación la Comisión Nacional del Mercado de Valores inició una investigación ante la extraña compra masiva de títulos para autocartera.

En materia de normatividad contra operaciones de iniciados destaca en esta última década la regulación que ha merecido este tema en los países de la Unión Europea, fundamentalmente a través de la Directiva 89/592/CEE sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegia-

³ Recopilado por GÓMEZ INIESTA, Diego José. La utilización abusiva de información privilegiada. Madrid; Mc Graw Hill 1997, pp. 44-45.
⁴ Ibid., pp. 46-47.

da, en cuya exposición de motivos se destaca la importancia de la lucha contra las prácticas de *insider trading*, como factor contributivo al desarrollo económico, justificando su prohibición sobre la base de dos presupuestos: «que el buen funcionamiento del mercado (de valores) depende, en gran medida, de la confianza que éste inspire a los inversores» y «que esa confianza se basa, entre otras cosas, sobre el hecho de que a los inversores se les garantice la igualdad de condiciones y la protección frente al uso ilícito de la información privilegiada». A partir de esta Directiva los ordenamientos jurídicos europeos han optado decididamente por la criminalización de los comportamientos más graves de abuso de información privilegiada; en esta línea, se promulgó la Ley italiana de 17 de mayo de 1991 que reprime las prácticas de *insider trading*, la Ley alemana de 26 de julio de 1994 sobre la misma materia, el Código Penal español de 1995 incorporó el artículo 285, entre otras.

Empero, a pesar de la penalización del *insider trading* en los países europeos, los escándalos financieros han seguido proliferando y -debido principalmente a las dificultades de índole probatorio y a la falta de conciencia sobre la dañosidad social que estas prácticas generan- aún no asistimos a su estreno en sede jurisdiccional en muchos países, como es el caso de España, donde recientemente estalló el «Caso Villalonga», protagonizado por el presidente del Directorio de Telefónica. Villalonga adquirió 198'000,000 de pesetas en opciones de Telefónica en 1998 con un crédito del grupo Argentaria mientras negociaba en secreto una fusión con la empresa norteamericana MCI-WorldCom. Uno de los consejeros independientes de Telefónica -Alberto Cortina- realizó una operación similar por el mismo monto. Villalonga ganó 21'300,000 pesetas en sólo 14 días ya que vendió sus títulos antes del vencimiento de los contratos de opción que había adquirido amén de la información privilegiada que poseía y luego que las negociaciones con MCI - WorldCom se hicieran públicas⁵. Finalmente, el Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en sesión de 2 de agosto de 2000 en un cuestionado fallo decidió por unanimidad que: "no hay indicios suficientes que justifiquen la incoación de un procedimiento sancionador por uso indebido de información privilegiada", pues la obligación de los consejeros de informar al mercado sobre la adquisición de acciones recién entró en

vigencia con las modificaciones introducidas en la Ley del Mercado de Valores de 1999.

No obstante la proliferación de escándalos financieros vinculados a operaciones con información privilegiada, el carácter perjudicial de estas prácticas aún no es cuestión pacífica, pudiendo identificarse posiciones permisivas y represivas respecto a su tratamiento jurídico. Así, hay quienes consideran que las operaciones de iniciados son positivas para el mercado de valores por lo que, lejos de ser reprimidas, merecen protección, principalmente en el entendido que las ganancias obtenidas por el *insider* proceden de su trabajo y agudeza en la interpretación del mercado, lo cual constituye un incentivo para los líderes empresariales⁶. Se argumenta también que es imposible poner fin a las transacciones con información privilegiada, siendo lo más práctico eliminar su prohibición.

En línea adversa, la doctrina mayoritariamente se ha decantado por la necesidad de criminalizar la utilización abusiva de información privilegiada, principalmente por el alto grado de dañosidad social que infringen estas conductas, el cual se manifiesta en la inestabilidad del mercado de valores originada por la pérdida de la confianza de los inversionistas y el aumento de su aversión al riesgo, aunque hay quienes afirman -sobre la base de la "necesidad de pena"- que el delito de abuso de información privilegiada no resguarda bien jurídico penal alguno, siendo suficiente el recurso a medios extrapenales para prevenir las prácticas de iniciados⁷.

Particularmente, partiendo de un concepto material de bien jurídico-penal, consideramos que el funcionamiento eficiente del mercado de valores -en tanto fuente de financiamiento para el desarrollo de actividades productivas, suministrado por inversionistas que desean un mecanismo de ahorro y acumulación de capital- merece y necesita de protección penal.

La dañosidad social que conllevan las transacciones con información privilegiada, para el modelo de economía social de mercado diseñado en la Constitución, fundamenta el merecimiento de pena, en tanto estas operaciones bursátiles provocan un efecto fuga y un efecto de contagio⁸. Por el primero, se produce un alejamiento de los ahorristas o inversionistas del mercado de valores hacia formas diversas de inver-

⁵ Vid. El País, jueves 3 de agosto de 2000.

⁶ Vid. MANNE, H.G. *Insider Trading and the Stock Market*. Nueva York, 1966; WU, H. «An economist Looks at Section 16 of the Security Exchange Act of 1934». En: Columbia Law Review (1968) pp. 260 y ss.

⁷ En este sentido, REYNA ALFARO, Luis Miguel. «La utilización abusiva de información privilegiada en el Derecho Penal. Análisis del tipo de injusto del artículo 251-A del CP peruano». En: Cathedra Año IV, N° 6 (2000) pp. 83-84.

⁸ GÓMEZ INIESTA, Diego José. La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores, cit., pp. 53-54.

sión más seguras, motivada por la pérdida de confianza en el correcto tráfico de valores negociables; mientras que por el segundo, se produce una situación de deslealtad en el resto de agentes económicos intervinientes en el mercado que buscan reducir su aversión al riesgo mediante divulgación de información falsa, retardo en la comunicación de información relevante y realización de otras maniobras que desincentiven la inversión.

Ahora bien, la decisión político-criminal de incluir al *insider trading* en el catálogo de infracciones penales debe alejarse de toda concepción moralista o eticista del arsenal punitivo, pues el tipo penal que sancione las prácticas de iniciados debe estar orientado a un bien jurídico digno de protección. En buena cuenta, la represión penal de las operaciones de iniciados se justifica por la necesidad de mantener el funcionamiento eficiente del mercado, garantizando los principios de calidad informativa, publicidad y transparencia de las operaciones, ya que la presencia del *insider* resquebraja la confianza en el mercado de capitales, aumentando los costos de transacción y desincentivando las inversiones. Frente al argumento relativo a que los beneficios son consecuencia del trabajo del iniciado, se opone un dato fáctico: que la información privilegiada pertenece al emisor de valores y lo que el *insider* hace es apropiarse de dicha información a la que accede en razón de la posición que ocupa en la estructura social.⁹ En definitiva, se mantiene la necesidad de salvaguardar el principio de confianza en la transparencia del sistema bursátil para alcanzar el sistema de economía de mercado consagrado en el artículo 58 de la Constitución Política.

Por su parte, estimamos que la necesidad de pena, como expresión del contenido material del bien jurídico-penal¹⁰, se encuentra plenamente justificada en el ámbito de las operaciones bursátiles de iniciados, siempre que la intervención penal -conforme a su carácter de ultima *ratio*- se reserve a los supuestos de ataques graves al funcionamiento del mercado de valores. La ausencia de procedimientos administrativos en el Perú sobre transacciones bursátiles con

información privilegiada no constituye una razón válida para afirmar la eficacia de los medios extrapenales en esta materia, como equivocadamente concluye REYNA ALFARO¹¹. En todo caso, este dato permitiría concluir que la regulación sancionadora de las prácticas de *insider trading* es innecesaria porque en el mercado de valores peruano no se realizan operaciones indebidas con información privilegiada. Antes al contrario, la ausencia de jurisprudencia administrativa y penal en esta materia se debe a la falta de conciencia social sobre la lesividad que implica la actuación de iniciados en el mercado bursátil, a la dificultad probatoria de estas prácticas y al desprestigio comercial que significa para una Sociedad Agente de Bolsa o de Intermediación Financiera hacer pública la presencia de *insiders* en sus estructuras organizativas, por lo que en la gran mayoría de casos se prefiere recurrir a mecanismos «extra-jurídicos» para reprimir y evitar estos comportamientos, tal como la devolución de las ganancias obtenidas por transacciones con información privilegiada sobre la base de un acuerdo privado con el *insider*, negociación en la que el Derecho Penal se erige como un mero instrumento de intimidación, en lugar de cumplir su función de protección de bienes jurídicos.

A nivel legislativo, la toma de conciencia del carácter perjudicial de las operaciones con información privilegiada ha motivado una respuesta punitiva por parte de nuestro ordenamiento jurídico mediante la incorporación del artículo 251-A en el Código Penal, realizada por el Decreto Legislativo 861 -Ley del Mercado de Valores (LMV)- de 22 de octubre de 1996, que prevé una sanción máxima de cinco años para quienes realizan la modalidad genérica de *insider trading*¹². Con ello, el Perú se alinea con la mayoría de ordenamientos jurídicos interesados en proteger el funcionamiento eficiente de su mercado de valores. En las siguientes líneas abordaremos la problemática del bien jurídico tutelado en el delito de abuso de información privilegiada y su técnica de protección, cuestión definir que resulta de primer orden para un posterior análisis del tipo de injusto y de las formas de aparición de este novedoso delito.

⁹ En puridad, este argumento ha sido desarrollado por el Tribunal Supremo de los Estados Unidos y no es otra cosa que la denominada *Misappropriation Theory*, explicada líneas arriba.

¹⁰ La cual existe sólo cuando los medios extrapenales son incapaces de dispensar una adecuada protección al bien jurídico y siempre que la pena sea útil para motivar la inhibición de las conductas que lo lesionan o ponen en peligro.

¹¹ REYNA ALFARO, Luis Miguel. «La utilización abusiva de información privilegiada en el Derecho Penal. Análisis del tipo de injusto del artículo 251-A del CP peruano», cit., p. 83.

¹² Modalidad que consiste en la obtención de un beneficio o evitación de un perjuicio de carácter económico, en forma directa o a través de terceros, mediante el uso de información privilegiada. Por su parte, dicho tipo prevé una agravante en función a la cualidad del sujeto activo, pues la pena privativa de libertad prevista aumenta en su límite máximo hasta siete años cuando quien realiza el comportamiento típico es director, funcionario o empleado de una Bolsa de Valores, de un agente de intermediación, de las entidades supervisoras de los emisores, de las clasificadoras de riesgos, de las administradoras de fondos mutuos de inversión en valores, de las administradoras de fondos de inversión, de las administradoras de fondos de pensiones, así como de las empresas bancarias, financieras o de seguros.

En este afán de dotar de contenido material al objeto de protección del delito de iniciados se pueden distinguir hasta tres posiciones, a saber: a) existe un amplio consenso doctrinal en torno a que la figura del *insider trading* pretende tutelar el correcto funcionamiento del Mercado de Valores, asegurando la igualdad de oportunidades a los inversionistas y configurando, en definitiva, un espacio de mercado transparente y merecedor de la confianza de todos los operadores económicos¹³; b) otro sector considera que el interés jurídico tutelado no es único, sino que al tratarse de un ilícito pluriofensivo, con la represión del delito de abuso de información privilegiada se protegen al menos dos bienes jurídicos -de naturaleza individual y colectiva-; c) por su parte, hay quienes consideran al abuso de información privilegiada bursátil como un tipo de infidelidad, a través del cual se tutela la participación de los inversionistas en el mercado de valores. Estas teorías requieren ser revisadas desde nuestra realidad bursátil de cara a tomar posición sobre tan trascendental tema.

II. CONSIDERACIÓN DEL *INSIDER TRADING* COMO UN DELITO UNIOFENSIVO

a. Formulaciones iniciales a partir de las teorías desarrolladas por el Tribunal Supremo de los Estados Unidos

Sin duda, de todos los problemas que presenta la criminalización del *insider trading*, la cuestión del contenido del bien jurídico vulnerado por las operaciones con información privilegiada es el tema que ha merecido mayor reflexión y que ha generado no pocos desacuerdos, pues la categoría del bien jurídico -como criterio rector para la delimitación y agrupación de los delitos socioeconómicos, y fundamento de la legitimidad que justifique la intervención penal en el ámbito económico¹⁴ - plantea numerosas cuestiones de interés que deben ser resueltas con carácter previo al examen de los elementos constitutivos del tipo.

A la criminalización de los abusos de información privilegiada subyace, como dato fáctico y extrapenal, la

existencia de una gran aversión al riesgo por parte de los inversionistas bursátiles, derivada de la asimetría informativa que caracteriza al mercado de valores y de los altos costos de transacción. Partiendo del reconocimiento de esta realidad, la finalidad de la Ley de Mercado de Valores es promover el desarrollo ordenado y la transparencia del mercado bursátil, así como la adecuada protección del inversionista (artículo 1 de la LMV).

La importancia del concepto de transparencia como base del desarrollo del mercado es desarrollado por el Título II de la LMV, centrándose básicamente en el concepto de transparencia de la información y de las operaciones. Precisamente, en cuanto al primer aspecto, el artículo 10 de la LMV impone los requisitos de veracidad, suficiencia y oportunidad a la información presentada ante CONASEV, la Bolsa de Valores, las entidades responsables de los mecanismos centralizados y a los inversionistas. Asimismo, el artículo 28 de la LMV consagra la obligación de informar del emisor de un valor registrado sobre los hechos de importancia referidos a sí mismo, al valor y a la oferta que de éste se haga, así como divulgar tales hechos de forma veraz, suficiente y oportuna.

En la búsqueda de criterios que legitimen la intervención penal en materia de operaciones bursátiles con explotación de información privilegiada, diversas teorías¹⁵ han intentado dotar de significado y contenido material al bien jurídico penalmente protegido. En este intento, la jurisprudencia del Tribunal Supremo de los Estados Unidos elaboró la teoría de la igualdad de acceso (*equal access theory*) por la que se extiende la responsabilidad a las personas que tienen normalmente acceso a información privilegiada, cualquiera sea la causa de ello, esto es, sin importar que la información sea adquirida en función a la posición que ocupa el *insider* dentro de determinado aparato organizado; y la teoría de la apropiación indebida (*misappropriation theory*), según la cual toda información adquirida mediante un acto ilícito constituye el objeto del *insider trading* en tanto existe el deber de todos de abstenerse de utilizarla hasta que se haga pública, siendo lo rescatable de esta construcción

¹³ Por todos: QUINTERO OLIVARES, Gonzalo. Comentarios a la Parte Especial del Derecho penal español. Pamplona; Aranzadi 1996, p. 648. La protección de estos intereses jurídicos ha sido tomada de las premisas que constituyen la Exposición de Motivos de la Directiva de la Comunidad Económica Europea 89/592/CEE sobre la prohibición del disfrute en Bolsa de información privilegiada. En dicha Exposición se señala: «que el buen funcionamiento del mercado depende, en gran medida, de la confianza que éste inspire a los inversores» y «que esa confianza se basa, entre otras cosas, sobre el hecho de que a los inversores se les garantiza la igualdad de condiciones y la protección frente al uso ilícito de información privilegiada».

¹⁴ Independiente de constituir un límite para el legislador, el bien jurídico posee importantes funciones dogmáticas, tales como la funciones sistemática y teleológica. En virtud de esta última, una vez determinado el bien jurídico protegido en un delito, la interpretación (teleológica) podrá excluir del tipo respectivo las conductas que no lesionen ni pongan en peligro dicho bien jurídico. Vid. MIR PUIG, Santiago. Derecho Penal. Parte General. 5ª Ed. PPU. Barcelona 1999, pp. 137 y ss.

¹⁵ Vid. RUIZ RODRIGUEZ, Luis Ramón. La protección penal del mercado de valores. Valencia; Tirant Monografías 1997, pp. 137-138.

¹⁶ *Ibid.*, p. 325.

teórica el énfasis que pone en la quiebra del deber de fidelidad frente a quien es titular de la información, pero confunde ese fraude al titular con el propio deber de lealtad¹⁶.

Estas teorías se desarrollaron con ocasión del caso Chiarella, recopilado por López Preregrin¹⁷, en el que se sancionó como *insider* al trabajador de una empresa que recibía material para imprimir, en el que se incluía información sobre adquisiciones y fusiones de sociedades mercantiles, Chiarella se aprovechó de esta información después de deducir las identidades de las empresas en cuestión, que venían falseadas para preservar el secreto, realizando operaciones en Bolsa y obteniendo grandes beneficios económicos.

Al lado de estos planteamientos, se ubica la teoría del deber de fidelidad (*fiduciary duty theory*) que circunscribe el objeto de protección penal a la quiebra de la fidelidad por parte de administradores de sociedades, criminalizando al *insider* societario que vulnera los deberes de lealtad propios de la función que desempeña dentro de una estructura empresarial. Esta construcción elaborada por la jurisprudencia del Tribunal Supremo de los Estados Unidos en su afán de justificar la intervención del Derecho sancionador en materia bursátil destaca la infracción del deber de lealtad frente al inversionista cuando el *insider* accede a la información en base a su posición dentro de las estructuras del mercado bursátil. No debe olvidarse que el sistema legal norteamericano sobre información privilegiada centra su protección en los intereses patrimoniales individuales del inversionista que contrata con el iniciado.

Como ocurre en muchos países, la regulación del mercado de valores en el Perú tiene dos componentes básicos, una prohibición contra el fraude o engaño a los inversionistas (protección al inversionista), y exigencias de difusión de información (al momento en que los valores son emitidos y luego de manera periódica y eventual). Al respecto, resulta central comprender que la obligación de difundir información veraz al mercado es esencialmente diferente a la de difundir información al mercado. En efecto, podría no imponerse la segunda de las obligaciones y quizá ello no altere el que empresas emisoras quieran, de todos modos, difundir información para combatir la

aversión al riesgo de los inversionistas y obtener beneficios. Sin embargo, la información que en un contexto de libertad se difunda al mercado puede "parecer" cierta y fomentar que los inversionistas adopten decisiones de inversión ineficientes sobre la base de ellas, lo cual, a su vez, y como parece claro, es también ineficiente por cuanto los recursos escasos (dinero) no se destinarían a actividades maximizadoras de beneficios en términos sociales.

Para comprender el fundamento de la existencia de una norma que obligue a divulgar información veraz, suficiente y oportuna a los emisores, imaginemos un mercado con una regla que sancione los fraudes, pero que no obligue a la difusión de información. En dicho escenario, las empresas emisoras podrían no decir nada y quedar impunes, y, las empresas que proporcionan información podrían hacerlo, además, de cualquier modo, siempre que lo que digan sea cierto. Si bien una regla que obliga a la difusión de información limita sensiblemente la privacidad de las empresas, es necesaria de cara a tomar una decisión adecuada respecto a la inversión en un valor. Así, se ha dicho con razón que la llamada obligación de informar constituye la columna fundamental de la regulación del mercado de valores¹⁸.

b. Tesis del «correcto funcionamiento del mercado de valores»

Dentro de los planteamientos más recientes, destacan los que identifican el interés jurídicamente tutelado en el delito de iniciados, por un lado, con la confianza del inversionista que se daña por el deficiente funcionamiento del mercado de capitales y, por otro lado, por la conservación del principio de igualdad de oportunidades que se quiebra con la posición de dominio que detentan algunos inversionistas en función al acceso a información reservada.¹⁹

En esta línea, Arroyo Zapatero²⁰, sostiene que el bien jurídico protegido por el delito de abuso de información privilegiada está dado por «el buen funcionamiento del mercado de valores en su misión de financiación de los agentes económicos o, también, la confianza de los inversores en el mercado de valores» y, en similar sentido, Gómez Iniesta²¹ entiende que el objeto de protección en el delito de iniciados es la

¹⁷ LÓPEZ PEREGRIN, María del Carmen. «El *insider trading* o abuso de información privilegiada bursátil». En: Actualidad Penal N° 30 (1993) p. 425.

¹⁸ PAYET, José Antonio. «El mercado de valores y la protección de los inversionistas». En: *Ius Et Veritas* N° 12 (1996) p.73.

¹⁹ GONZÁLEZ CUSSAC. «El abuso de información privilegiada». En: Cuadernos de Política Criminal N° 37 (1989) pp. 140-141; En el mismo sentido: CALDERÓN SUSÍN, Eduardo. «El abuso de información privilegiada en el mercado de valores», cit., pp. 230.

²⁰ ARROYO ZAPATERO, Luis. «El abuso de información privilegiada en el Derecho español vigente y en el proyecto de Código Penal». En: *Hacia un Derecho Penal Económico*. Jornadas en honor al Profesor Klaus Tiedemann. Boletín Oficial del Estado. Madrid, 1995, p. 55.

²¹ GÓMEZ INIESTA, Diego José. La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores, cit., pp. 294-297.

confianza de los inversionistas en el correcto funcionamiento del mercado de valores, entendido como bien jurídico supraindividual, puesto que es el uso de información privilegiada por parte del círculo de autores delimitado por el tipo penal lo que lesiona la confianza en la Bolsa de Valores. Según esta línea de interpretación, los abusos de información privilegiada desprestigian la imagen del mercado bursátil, cuya disfuncionalidad resquebraja la confianza depositada por los inversionistas en el mismo²². En el Perú, la posición de Bramont-Arias Torres y García Cantizano²³ pareciera ubicarse en este sector doctrinal cuando consideran que la intención del legislador peruano al criminalizar el *insider trading* fue probablemente proteger como bien jurídico «el correcto funcionamiento del mercado de valores», aunque concluyen que la redacción del tipo penal genera dudas sobre la naturaleza colectiva (funcionamiento del mercado de valores) o individual (patrimonio) del bien jurídico protegido.

En los términos planteados líneas arriba, consideramos que a esta postura subyace la protección indirecta de la igualdad entre inversionistas²⁴ y la libre concurrencia en el mercado, ignorando que -en puridad- la esencia del mercado de valores está impregnada de una desigualdad natural entre los inversionistas, producto de la asimetría informativa sustancial a todo sistema bursátil. En este sentido, consideramos que el arsenal punitivo no puede justificar su intervención vía protección de un interés -concurrencia de los inversionistas en condiciones de igualdad- artificial, sino que debe tutelar un interés pre-existente y que resulte realmente vulnerado por la utilización abusiva de información privilegiada fuera de toda concepción ética.

Tal como señaláramos anteriormente, la finalidad de la Ley del Mercado de Valores (artículo 1) es promover

el desarrollo ordenado y la transparencia del mercado de valores, así como la adecuada protección del inversionista. El inversionista como actor principal en el mercado bursátil goza de mecanismos de protección, cuya única función es brindar un marco de seguridad para la correcta ejecución de sus decisiones. Ciertamente, el mecanismo más elemental de protección del inversionista está referido a la regulación del acceso a la información. Un ejemplo de este mecanismo tuitivo son los Registros Especiales que reciben información que luego se hace pública, aunque con un margen de reserva respecto a información cuya divulgación pueda afectar negativamente al mercado.

Asimismo, otro mecanismo de protección al inversionista está dado por la reserva o confidencialidad sobre la operación que se realiza, criterio similar al que inspira al secreto bancario y a la reserva tributaria, que busca reforzar su confianza en el sistema bursátil. Empero, esta finalidad tuitiva no tiene porqué asimilarse a la igualdad material de los inversionistas, la cual es imposible desde que la información tiene un costo. La confianza en el funcionamiento del mercado de valores se basa en el principio fundamental de transparencia, que hace posible que todos los inversionistas tengan y gocen de un trato igualitario para participar en el mercado de valores, con información suficiente, fidedigna y oportuna.

En todo caso, la igualdad ha de entenderse en términos de posibilidades de acceso al mercado pero no como igualdad material de condiciones, pues resulta evidente que quien invierta mayor cantidad de recursos financieros podrá tomar una decisión más eficiente -al menos en términos abstractos-, ya que su decisión se basará en un mejor procesamiento de la información. Así las cosas, las exigencias de divulgación de información suficiente, oportuna y veraz se

²² En el mismo sentido, GONZÁLES RUS. «Delitos Socioeconómicos (VIII)». En: COBO DEL ROSAL. Curso de Derecho Penal Español. Parte Especial I. Madrid 1996, p. 817, quien considera como interés tutelado «el correcto funcionamiento del mercado de valores». En contra: TERRADILLOS BASOCO, Juan. «Protección Penal del Mercado Financiero». En: I Congreso Hispano-Italiano de Derecho Penal Económico, dir. C. Martínez-Buján Pérez, A Coruña, 1998, p. 168., para quien no son convincentes los argumentos que se decantan por la identificación en el tipo de *insider trading* de un solo bien difuso o colectivo como «el correcto funcionamiento del mercado de valores», ya que ello significa desconocer que el tipo exige una afectación a patrimonios concretos.

²³ BRAMONT-ARIAS TORRES, Luis Alberto y María del Carmen GARCÍA CANTIZANO. Manual de Derecho Penal. Parte Especial. Lima; San Marcos 4ª Ed. 1998, p. 464.

²⁴ LÓPEZ PEREGRÍN, María del Carmen. «El *Insider Trading* o Abuso de Información Privilegiada Bursátil», cit., p. 437, y CALDERÓN SUSÍN, Eduardo. «El abuso de información privilegiada en el mercado de valores». En: Delitos Socioeconómicos en el nuevo Código Penal. p. 230, reconocen expresamente que el bien jurídico tutelado es el la confianza en el correcto funcionamiento del mercado de valores y la igualdad de los intervinientes en dicho mercado. Por su parte, VALLE MUÑOZ, José Manuel. Comentarios a la Parte Especial del Derecho Penal Español. Pamplona; Aranzadi 1996, p. 648, considera que la figura del «*insider trading*» pretende tutelar el correcto funcionamiento del mercado de valores, asegurando la igualdad de oportunidades a los inversores y configurando, en definitiva, un espacio de mercado transparente y merecedor de la confianza de todos los operadores económicos. En igual sentido, MUÑOZ CONDE, Francisco. Derecho Penal. Parte Especial. Valencia; Tirant lo Blanch 1996, p. 450, considera que el *insider trading* se trata de un verdadero delito económico que pretende proteger una visión democrática del mercado de valores, es decir, la concurrencia en condiciones de igualdad de todos los inversores. Este autor considera que los abusos de información privilegiada rompen un principio básico de la economía de mercado cual es que todas las partes concurrentes al mismo se encuentren en condiciones de igualdad.

agotan con su puesta a disposición de los potenciales inversionistas, a través de los Registros Especiales de CONASEV y la Bolsa de Valores, mas no implica la obligación de asegurar una igualdad de condiciones y oportunidades, ya que éstas estarán en función de los recursos de los que dispongan los intervinientes en el mercado bursátil.

Por su parte, Martínez-Buján Pérez²⁵ identifica sobre la base del abuso de información privilegiada un bien jurídico colectivo, representado por el correcto funcionamiento del mercado de valores y que busca garantizar la igualdad de información en los inversionistas y preservar la igualdad de oportunidades de todos ellos. La validez de esta caracterización se constata al asumir que se trata de un bien colectivo inmaterial «institucionalizado» o «espiritualizado». En buena cuenta, sostiene que el comportamiento de un iniciado lesiona abstractamente la necesaria transparencia del mercado de valores, en tanto se pone en peligro el bien jurídico «individualizable» conformado por la libertad de participación de los inversionistas actuales y potenciales en el mercado de valores. Conforme a este planteamiento hubiera sido preferible que el tipo penal se construyera como uno de peligro abstracto, interpretación posible de *lege lata* pese al requisito típico del perjuicio, que para este autor no desempeña función dogmática alguna.

Empero, nos permitimos discrepar de la función que se le pretende asignar al tipo comentado, puesto que el Derecho Penal no puede asumir la defensa de intereses artificiales. Aceptar que a través de la criminalización del abuso de información privilegiada se garantiza la igualdad de información y oportunidades entre los inversionistas, implica desconocer la realidad bursátil, impregnada de asimetría informativa. Por ello, consideramos que la denominada “obligación de informar” busca -en puridad- garantizar la posibilidad abstracta de acceso de los inversionistas a la información divulgada sobre los valores que cotizan en los mecanismos centralizados de negociación y sus emisores, la cual se materializará en función de los recursos que aquéllos estén dispuestos a invertir.

c. Tesis del «tipo de infidelidad»

En la tarea de definir el sustrato material del interés vulnerado por la utilización abusiva de información privilegiada, Ruiz Rodríguez²⁶ entiende que el *insider trading* constituye un tipo de infidelidad, en el que la

conducta del sujeto activo supone un abuso de la posición de privilegio que ostenta frente a quien deposita su confianza en él. Siendo esto así, la acción protectora debe orientarse a la participación de los inversionistas en el mercado de valores, constituyendo la igualdad de los inversionistas y la consecución de un mercado de valores transparente y creíble los presupuestos necesarios para asegurar dicha participación, pues cuando un inversionista interviene en el mercado bursátil con información privilegiada actúa en condiciones de desigualdad, de abuso frente a quien participa en la misma negociación sin esos datos, lesionando la credibilidad en el mercado de capitales.

Pese a destacar el importante rol que desempeñan los inversionistas bursátiles y sus posibilidades de participación en el mercado de valores, vale para esta postura la misma crítica que se realizó líneas arriba a los enfoques que identifican al bien jurídico protegido en el delito de iniciados con la «confianza en el mercado de valores, basada en la igualdad de los inversionistas», ya que la desigualdad real existente entre los intervinientes en el mercado de valores constituye una característica esencial de dicho sistema, la cual se funda a su vez en la asimetría informativa derivada del costo que tiene la información en la negociación de valores bursátiles.

III. CONSIDERACIÓN DEL *INSIDER TRADING* COMO UN DELITO PLURIOFENSIVO

Un destacado sector doctrinal entiende que el *insider trading* es un delito de naturaleza pluriofensiva que tutela bienes jurídicos vinculados con la afectación de las estructuras empresariales. En este sentido, el profesor Hurtado Pozo²⁷ al comentar el artículo 161 del Código Penal suizo descarta la posibilidad de conferir al «buen funcionamiento del mercado de valores» el carácter de interés merecedor de protección penal, distinguiendo hasta tres bienes jurídicos afectados por las operaciones de iniciados, a saber, mediante la criminalización del abuso de información privilegiada se protege: i) a la empresa contra la violación del deber de lealtad que tienen las personas informadas en razón del cargo que ocupan dentro de ésta; ii) los abusos cometidos por estas personas conllevan también consecuencias negativas sobre la reputación de la empresa; y, iii) cuando la persona que posee información privilegiada compra barato las acciones de su empresa y las vende, luego, a mayor precio, se

²⁵ MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos. Derecho Penal Económico. Parte Especial, cit., pp. 135-137.

²⁶ RUIZ RODRIGUEZ, Luis. Protección penal del mercado de valores, cit., pp. 328-331.

²⁷ HURTADO POZO, José. «El Delito de Explotación de Información Privilegiada en el Código Penal Suizo», cit., pp. 422-423.

enriquece tanto a costa de la misma empresa como en detrimento de los accionistas que no se encontraban, igualmente, informados.

En definitiva, para este autor, se protege la igualdad de los inversores respecto a las posibilidades de participar en el mercado de valores -esto es, libertad de acceso al mercado-²⁸, y a la empresa contra la violación del deber de lealtad que tienen las personas informadas en razón de la plaza que ocupan dentro de ésta. En similar línea interpretativa, Otto²⁹ considera que el *insider trading* puede causar un triple perjuicio al representar un abuso de confianza frente a la empresa en la que el sujeto activo (iniciado) trabaja o para la que desempeña su actividad; asimismo, puede lesionar intereses patrimoniales del inversionista individual y, finalmente, puede perjudicar intereses económicos generales mediante la vulneración de la confianza del inversor en la capacidad de funcionamiento del mercado bursátil.

Empero, resulta de escasa utilidad proteger a través de la criminalización del *insider trading* el interés empresarial lesionado por el abuso de información privilegiada que realiza el iniciado, ya que se sancionaría una mera infracción al deber de lealtad, comportamiento subsumible en el delito de violación del secreto profesional (artículo 165 del Código Penal). Las posturas que centran el interés necesitado de protección penal en la lealtad o fidelidad corren el peligro de justificar un funcionalismo radical basado en las necesidades del sistema, dejando de lado los criterios de selección de intereses -dignos de tutela penal- en función de necesidades individuales o colectivas. De este modo, la asimilación del bien jurídico penal con

la infracción de un deber de lealtad o probidad se aleja de su contenido material como expresión de merecimiento y necesidad de pena³⁰. Por ello, la lealtad ha de servirnos exclusivamente como criterio aglutinador de tipos delictivos, siendo posible identificar en cada tipo de infidelidad un bien jurídico con fundamento material distinto.

Siguiendo con quienes identifican la protección de una pluralidad de intereses tras la criminalización del *insider trading*, Terradillos Basoco³¹ entiende que el bien jurídico tutelado resulta de la combinación «de un interés supraindividual y colectivo, en la medida que se lesiona o pone en peligro la credibilidad (confianza) del sistema bursátil, y, de otra parte, intereses concretos de los particulares afectados por la conducta», postura que no soslaya el carácter lesivo que posee el delito estudiado en la legislación española, definido por la exigencia típica de obtención de un beneficio o -alternativamente- de causación de un perjuicio³².

Esta tesis que se decanta por afirmar que en el delito de iniciados el bien jurídico no es único, sino que resulta de la combinación de un interés supraindividual y de un interés concreto del particular afectado por el comportamiento típico, es duramente criticada por Martínez-Buján³³, quien -apoyándose en las construcciones elaboradas por la doctrina alemana sobre delitos con «bien jurídico intermedio espiritualizado»- sostiene que el delito de *insider trading* no constituye un tipo de resultado lesivo que requiera un perjuicio patrimonial efectivo, sino que ha de ser entendido como un delito de peligro. Según este autor, la tesis que identifica -además de un interés colectivo- un interés individual se apoya en el dato de que el

²⁸ Nótese que esta posición no confiere valor como condición de protección de bienes jurídicos al criterio de igualdad entre inversionistas -que, como ya hemos mencionado, desconoce la desigualdad real de los inversionistas en el mercado de valores como elemento consustancial del mismo- sino que se refiere a la igualdad en el acceso al mercado como interés digno de tutela penal.

²⁹ HARRO OTTO. «El abuso de información privilegiada como delito de peligro abstracto». En: Hacia un Derecho Penal Económico. Jornadas en honor al Profesor Klaus Tiedemann. Boletín Oficial del Estado. Madrid, 1995, pp. 457-459.

³⁰ Según CARO CORIA, Dino Carlos. Derecho Penal del Ambiente. Delitos y Técnicas de Tipificación. Lima; Gráfica Horizonte 1999, pp. 51-52. El juicio de merecimiento de pena puede fundamentarse desde la perspectiva de los Derechos Humanos de Tercera Generación, conjuntamente con el criterio de dañosidad social, desarrollo digno de los individuos en sociedad y plasmación constitucional. Sin embargo, la intervención del Derecho Penal que se rige por fines de prevención no puede estar justificada exclusivamente con la sola estimación del merecimiento de pena. Antes al contrario, nuestro modelo constitucional (que rechaza expresamente el retribucionismo a partir del artículo 139.22 de la Constitución) exige -junto al juicio de merecimiento de pena- criterios de utilidad preventiva en la concepción material de bien jurídico penal, expresados en el juicio de necesidad de pena, que obedece a criterios de utilidad o rendimiento social de modo que hay necesidad de pena sólo si los medios extrapenales son incapaces de dispensar una adecuada protección al bien jurídico y siempre que la pena sea útil para motivar la inhibición de las conductas que lo lesionan o ponen en peligro gravemente.

³¹ TERRADILLOS BASOCO, Juan. «Protección penal del mercado financiero», cit., pp. 168-172.

³² En el mismo sentido, GONZÁLES CUSSAC, José Luis. «El abuso de información privilegiada». En: Cuadernos de Política Criminal, N° 37 (1989) pp. 140-141, para quien el objeto de protección resulta de la combinación de un interés supraindividual -la credibilidad del sistema del mercado de valores- con los intereses particulares de los afectados -la lesión de las expectativas comerciales de los inversionistas-.

³³ MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos. Derecho Penal Económico. Parte Especial. Valencia; Tirant lo Blanch 1999, p. 137.

³⁴ «Artículo 285.- Quien de forma directa 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 idéntica cantidad, será castigado con la pena de prisión de uno a cuatro años y multa de tanto al triple del beneficio obtenido o favorecido».

artículo 285 del Código Penal español³⁴ exige la efectiva causación de un perjuicio superior a 75 millones de pesetas, cuando en verdad dicho perjuicio no se produce nunca en la realidad bursátil, concluyendo que el requisito del perjuicio no desempeña función dogmática alguna en el tipo comentado.

Definitivamente, la configuración del tipo penal estudiado como uno de resultado lesivo para el patrimonio individual de los inversionistas no responde a la naturaleza de las cosas, pues el perjuicio característico que conlleva el delito de *insider trading* posee una dimensión colectiva e institucional³⁵. Incluso, la decisión del legislador de exigir la causación de un perjuicio patrimonial vía obtención de un beneficio de carácter económico no impide que, de *lege lata*, se entienda que el *insider trading* constituye un delito de peligro abstracto para un bien jurídico institucional, tal como veremos más adelante.

IV. TOMA DE POSTURA

Dentro del catálogo de infracciones previstas en el Código Penal de 1991 la ubicación sistemática dada por el legislador al delito de abuso de información privilegiada ha sido acertada³⁶, pues el *insider trading* constituye un verdadero delito financiero. Efectivamente, con la criminalización de este delito se protege en última instancia el funcionamiento eficiente del mercado de valores -a través de la tutela directa del patrimonio de los inversionistas, cuyo detrimento se expresa en la frustración de sus expectativas de lucro producto del indebido uso de información privilegiada, como objeto con función representativa- segmento del sistema económico incluido en el «mercado financiero» -en puridad, financiero es lo «perteneciente o relativo a la hacienda pública, a las cuestiones bancarias y bursátiles o a los grandes negocios mercantiles»-³⁷. En

definitiva, el mercado de valores constituye un componente del sistema financiero que tiene como fin contribuir a la asignación eficiente de recursos, interconectando a sujetos dispuestos a invertir sus excedentes de recursos con los sujetos deficitarios que existen en la economía, de modo que éstos últimos vía la emisión de valores mobiliarios confieren a los primeros derechos crediticios, patrimoniales o de participación en el capital, patrimonio o utilidades de las empresas, en condiciones diferentes de rentabilidad, liquidez y riesgo, obteniendo a cambio recursos financieros que requieren para materializar sus actividades productivas³⁸.

En rigor, como señala Terradillos Basoco³⁹, si se excluye lo relativo a la Hacienda Pública y a lo societario por ser ámbitos que gozan de cauces de tutela específicos (Ley Penal Tributaria y el Delito de Fraude en la Administración de Personas Jurídicas), habrá que entender por protección penal del mercado financiero la referida a los negocios bursátiles que es objeto específico del artículo 251-A.

Analizando la tipificación peruana del *insider trading*, incorporada al Código Penal de 1991 por la Ley de Mercado de Valores, Bramont-Arias Torres y García Cantizano⁴⁰ deducen que si bien se trata de un delito socioeconómico, la terminología empleada por el legislador tiene un contenido netamente patrimonial, en la medida en que el tipo penal gira en torno a la obtención de un beneficio o causación de un perjuicio de carácter económico, sin importar si la conducta del sujeto activo llegó o no a perturbar el funcionamiento del mercado de valores, concluyendo que si bien la intención del legislador fue probablemente proteger el correcto funcionamiento del mercado de valores⁴¹, la redacción del tipo penal genera dudas sobre la naturaleza colectiva (funcionamiento del mercado de valores) o individual (el patrimonio) del

³⁴ LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, Jacobo. «El *Insider Trading*». En: Cuadernos de Derecho Judicial. La nueva delincuencia II. N° XXV (1993) p. 218, comparte esta precisión al sostener que es muy discutible que la conducta del *insider* provoque perjuicios económicos. Por ejemplo, si el *insider* compra acciones sabiendo que van a subir de precio, lo cierto es que el vendedor de las acciones ya las tenía a la venta y se las hubiera vendido tanto al *insider* como a cualquier otra persona. Aunque el *insider* obtenga un beneficio posterior, cuando las acciones suban de precio, ello no quiere decir que, correlativamente, haya causado un perjuicio a aquél que le vendió las acciones.

³⁵ El artículo 251-A que sanciona el delito de *insider trading* está ubicado dentro del Libro II, Título X (Delitos contra el orden financiero y monetario), Capítulo I (Delitos financieros) del Código Penal vigente.

³⁶ Definición del Diccionario de la Lengua Española. 21ª Ed. Tomo I; Madrid 1992, p. 970.

³⁷ Vid. RIVERO ZEVALLOS, Carlos. «Avances del mercado de valores en el Perú durante la década de los noventa». En: Themis N° 40 (2000) p. 26.

³⁸ TERRADILLOS BASOCO, Juan. «Protección penal del mercado financiero», cit., p. 159.

³⁹ BRAMONT-ARIAS TORRES, Luis Alberto y María del Carmen GARCÍA CANTIZANO. Manual de Derecho Penal. Parte Especial, cit., pp. 463-465.

⁴¹ Véase, REYNA ALFARO, Luis Miguel. «La utilización abusiva de información privilegiada en el Derecho Penal. Análisis del tipo de injusto del artículo 251-A de C.P. Peruano», cit., p.85, quien considera que el bien jurídico directamente protegido en el delito de *insider trading* es «el adecuado funcionamiento del mercado de valores», en tanto constituye, en relación con «la confianza de los inversionistas», un límite posterior. Abiertamente en contra de esta interpretación: ACALÉ SÁNCHEZ, María y Juan TERRADILLOS BASOCO. «Protección penal del mercado bursátil». En: Revista Peruana de Ciencias Penales N° 10 (2000), pp. 20-22, quienes afirman al comentar el Código Penal peruano «que no pueden convencer los argumentos que se decantan por la identificación en el artículo 251-A del Código Penal de un bien jurídico difuso o colectivo: no puede entenderse como bien jurídico «el correcto funcionamiento del mercado de valores»».

bien jurídico protegido. Al respecto, es pertinente una observación, el artículo 251-A del Código Penal peruano, a diferencia del artículo 258 del Código Penal español, no exige la causación de un perjuicio patrimonial, sino que circunscribe el resultado típico a la obtención de un beneficio o evitación de un perjuicio. Es preciso advertir, que en los negocios bursátiles la obtención de beneficios no necesariamente implica el detrimento patrimonial de un inversionista concreto, pues la causación del perjuicio debe ser entendida en términos colectivos e institucionales, referida exclusivamente a la frustración de las expectativas de lucro de los inversionistas.

Asimismo, entendemos que siempre la obtención de un beneficio económico o la evitación de un perjuicio de igual entidad logrado a través de utilización de información privilegiada implicará la puesta en peligro -al menos de modo abstracto- del funcionamiento eficiente del mercado de valores, pues afectará la transparencia de las operaciones y resquebrajará la confianza de los inversionistas, de modo que un reiterado y generalizado abuso de información privilegiada desencadenará la crisis del mercado bursátil. Ello sobre la base de la protección de intereses patrimoniales con proyección sobre el orden económico.

Al igual que sucede con los delitos tributarios⁴², un hecho aislado de utilización abusiva de información privilegiada no lesionará el funcionamiento del mercado de valores, pero si imaginamos varios casos de *insider trading* necesariamente concluiremos en la disfuncionalidad del mercado bursátil (afectación del interés mediatamente tutelado), por lo que la anticipación de la barrera de punibilidad a un estadio previo al de la lesión al bien jurídico no implicará negar que la comisión del compartamiento típico lo ponga abstractamente en peligro.

En efecto, cuando un inversionista adquiere valores mobiliarios en el mercado bursátil sobre la base del manejo de información privilegiada, y luego obtiene un beneficio económico, quien vendió dichos valores, evidentemente sin conocimiento de la información privilegiada, no necesariamente sufre un detrimento patrimonial efectivo, sino que ve frustradas sus expectativas de lucro al no haber conservado la

titularidad de valores cuya cotización definitivamente iba a aumentar por acontecimientos desconocidos para el mercado o, dicho a la inversa, sólo conocidos por determinados sujetos en virtud a su posición dentro de las estructuras del sistema bursátil. En síntesis, el inversionista que decidió la venta de sus valores, los cuales fueron adquiridos por un *insider*, puede haber obtenido ganancias respecto al precio que los adquirió, no siendo válido colegir a partir de un elemento no tipificado -causación de un perjuicio- que el artículo 251-A del Código Penal peruano es un delito patrimonial.

En este extremo, la ausencia de referencia a la causación de un perjuicio en el tipo penal peruano de abuso de información privilegiada, guarda correspondencia con la naturaleza de las operaciones bursátiles, ya que como señalamos líneas arriba el perjuicio característico del *insider trading* posee naturaleza colectiva e institucional, mas no individual, pudiendo concluirse que estamos ante un tipo de resultado lesivo para el objeto representante del bien jurídico colectivo (el patrimonio de los inversionistas) y un tipo de peligro abstracto para el bien jurídico mediato (funcionamiento eficiente del mercado de valores acorde a las funciones que desempeña en el orden económico), siendo únicamente este último el bien jurídico penalmente protegido.

La tipificación peruana del *insider trading* no sólo ha merecido estudio por parte de la doctrina nacional. Así, Acalé Sánchez y Terradillos Basoco son concluyentes al señalar que típicamente se trata de un delito patrimonial, «leyendo el artículo 251-A, lo que parece con nitidez es que se protegen intereses individuales patrimoniales, mientras que no parece claro que el tipo requiera afectar la confianza en el mercado, o a su transparencia. Lo cierto es que el tipo no lo exige, aunque es evidente que se trata de intereses jurídicos que estuvieron en la mente del legislador»⁴³. Estos autores rechazan expresamente los argumentos que identifican tras el tipo del artículo 251-A del Código Penal «el correcto funcionamiento del mercado de valores» como bien jurídico colectivo directamente tutelado, pues consideran que dicha interpretación implica desconocer que el delito de *insider trading* en el Perú ha sido criminalizado como un tipo de enriquecimiento⁴⁴, lo cual se desprende de la exigen-

⁴² MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos. Derecho Penal Económico. Parte Especial, cit., p. 329, al comentar el tipo de defraudación tributaria afirma que el bien jurídico tutelado en sentido técnico (de modo directo) es el patrimonio de la Hacienda Pública, reconociendo la existencia de un bien jurídico mediato o inmaterial (bien jurídico representado) integrado por las funciones que cumple el tributo, y que tan sólo podrá ser abstractamente puesto en peligro a través de la reiteración y generalización de las conductas defraudatorias individuales.

⁴³ ACALÉ SÁNCHEZ, María y Juan TERRADILLOS BASOCO. «Protección penal del mercado bursátil», cit., p. 21.

⁴⁴ Al respecto, cabe recordar con BAJO FERNÁNDEZ/PÉREZ MANZANO/SUÁREZ. Manual de Derecho Penal. Parte Especial (Delitos patrimoniales y económicos) 2ª ed. Madrid 1993, p. 563 que el orden económico en sentido amplio aparece «como un bien jurídico de segundo orden detrás de los intereses patrimoniales individuales».

cia vinculada a la obtención de un beneficio económico o evitación de un perjuicio de idéntica entidad⁴⁵.

Por nuestra parte, coincidimos plenamente en que el abuso de información privilegiada ha sido tipificado por el legislador peruano como un delito de resultado lesivo contra intereses económicos individuales, pero es imprescindible añadir que dichos intereses han de ser entendidos como derechos expectáticos de ganancia por parte de los inversionistas actuales y potenciales. Por lo tanto, entendemos que la configuración del tipo no exige la causación de un perjuicio patrimonial cuantitativamente valorizable, sino que dicho detrimento ha de considerarse en términos colectivos o institucionales.

Asimismo, si admitimos la construcción dogmática de los delitos con objeto con función representativa, podemos identificar válidamente al funcionamiento eficiente del mercado de valores como interés inmaterial tutelado mediatamente en el artículo 251-A del Código Penal.

Con todo, entendemos que el bien jurídico-penal protegido de *lege lata* en el delito de iniciados o de *insider trading* es «el funcionamiento eficiente del mercado de valores» caracterizado por los principios de calidad informativa⁴⁶, publicidad de operaciones bursátiles⁴⁷ y transparencia de las operaciones⁴⁸, tratándose de un «delito con bien jurídico intermedio espiritualizado»⁴⁹. El bien jurídico colectivo «funcionamiento eficiente del mercado de valores» es tutelado mediante el delito de *insider trading* que lesiona directamente el objeto con función representativa, expresado en «las expectativas lucrativas de los inversionistas» producto de la infracción del deber de abstención⁵⁰ impuesto a los sujetos que poseen información privilegiada. Esto es, el resultado del delito lesiona el patrimonio de los inversionistas que representa al bien jurídico-penal (funcionamiento

eficiente del mercado de valores) a un nivel menos abstracto.

Con este planteamiento se busca salvaguardar el bien jurídico colectivo a través de la tutela de su objeto representante, el cual no constituye un bien jurídico-penal, de modo que no se tutela las expectativas lucrativas de los inversionistas como fin en sí mismo⁵¹, sino por la función que cumple en la transparencia de las operaciones bursátiles y en la cotización de los valores mobiliarios, aspectos que brindan a los inversionistas confianza y credibilidad en el mercado bursátil y aseguran su libertad de participación, factores que en suma contribuyen decisivamente al correcto funcionamiento del sistema financiero. Dicho de otro modo, cada vez que se realiza una transacción con información privilegiada se resquebraja la credibilidad en el sistema bursátil como mecanismo de financiación alternativo a la banca, generando desconfianza entre los inversionistas.

Ahora bien, en este escenario, el único bien jurídico merecedor y necesitado de tutela penal es el funcionamiento eficiente del mercado de valores. La protección del patrimonio de los inversionistas, entendido como derecho expectático de lucro, queda convertido en un instrumento u objeto al servicio del bien jurídico colectivo, respecto del cual no es necesario constatar la peligrosidad del comportamiento típico, sino que basta verificar la inmediata lesión respecto del objeto representante del bien jurídico colectivo, pues formalmente respecto de éste último estamos ante un delito de lesión. Asimismo, con relación a las exigencias del tipo subjetivo, el dolo del agente ha de referirse sólo al conocimiento de los elementos típicos, es decir, la vulneración del objeto con función representativa inmediatamente tutelado, siendo irrelevante la referencia al bien jurídico mediatamente protegido. Precisamente, la «abstracta peligrosidad» de la conducta típica (consistente en obtener provecho o evitarse un perjuicio de índole económica

⁴⁶ Consagrado en el artículo 10 de la Ley de Mercado de Valores, en el sentido que toda información presentada a CONASEV, a la Bolsa de Valores, a las entidades responsables de los mecanismos centralizados o a los inversionistas, deberá ser veraz, suficiente y oportuna.

⁴⁷ Según el artículo 11 de la Ley de Mercado de Valores, la publicidad relativa a la emisión, colocación o intermediación de valores y cualquier otra actividad que se realice en el mercado de valores no debe inducir a confusión o error.

⁴⁸ En virtud de este principio, consagrado en el artículo 12 de la Ley del Mercado de Valores, se prohíbe todo acto, omisión, práctica o conducta que atente contra la integridad o transparencia del mercado, a fin de no interferir en la cotización de valores mobiliarios.

⁴⁹ Construcción planteada por Schünemann, defendida actualmente en Alemania por Roxin y Jakobs. En España: desarrollada por RODRÍGUEZ MONTANÉS, Teresa. Delitos de peligro, dolo e imprudencia. Madrid; UCM 1994, pp. 300-304, y MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos. Derecho Penal Económico. Parte General, cit., pp. 98-100, y en Perú por ABANTO VÁSQUEZ, Manuel. Derecho Penal Económico. Consideraciones jurídicas y económicas. Lima; Idemsa 1997, pp. 114-123, y ampliamente por CARO CORIA, Dino Carlos. Derecho Penal del Ambiente -Delitos y técnicas de tipificación-, cit., pp. 399-541.

⁵⁰ Previsto en el artículo 43 de la Ley de Mercado de Valores, que prohíbe a las personas que posean información privilegiada: i) revelarla a otras personas hasta que se divulgue al mercado; ii) recomendar la realización de las operaciones con valores respecto de los cuales se tiene información privilegiada; y, iii) valerse, directa o indirectamente, en beneficio propio o de terceros, de la información privilegiada.

⁵¹ Lo contrario sería admitir la administrativización del Derecho Penal, elevando al rango de delito comportamientos que importan verdaderas infracciones de deberes contenidos en normas extra-penales (Vgr.: la Ley del Mercado de Valores).

mediante el empleo de información privilegiada) para el funcionamiento eficiente del mercado de valores (bien jurídico colectivo) reside en la lesión reiterada y generalizada a las legítimas expectativas de ganancia de los inversionistas (objeto representante).

Finalmente, la construcción dogmática que adoptamos requiere de un correctivo típico, de cara a afianzar el merecimiento de pena, expresado en el principio de insignificancia que excluye del injusto los «ataques mínimos» o los comportamientos con «resultados bagatelares»⁵². En este entendido, el tipo penal de *insider trading* de nuestro Código Penal de 1991 debe -de *lege ferenda*- incorporar referencias expresas a la gravedad del resultado disvalioso,

mediante la exigencia de obtención de beneficios o evitación de perjuicios económicos que revistan cierta entidad⁵³, lo cual también cumpliría una función de delimitación entre el Derecho Administrativo sancionador y el Derecho Penal, evitando la transgresión del principio de *ne bis in idem* o la garantía de interdicción de la sanción múltiple frente al mismo hecho⁵⁴ reconocida en el inciso 13) del artículo 139 de la Constitución, y vulnerada expresamente por el artículo 347 de la Ley de Mercado de Valores⁵⁵, precepto legal que rompe con la concepción unitaria del *ius puniendi* al posibilitar la instauración de un procedimiento administrativo y uno penal para un mismo caso de transacciones bursátiles con información privilegiada.

⁵² Cfr.: MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ. Derecho Penal Económico. Parte General, cit., 99.

⁵³ Al respecto, la gravedad del resultado disvalioso puede expresarse a través de la exigencia de un *quantum* en la obtención del beneficio o evitación del perjuicio económico, de modo similar al modelo español, aunque con la salvedad que dicho monto sólo se refiera a la obtención del beneficio y no a la causación de un perjuicio. Esta técnica ha sido ya utilizada por el legislador peruano al tipificar el delito de contrabando, de suerte que sólo son sancionables en sede penal los internamientos o extracciones de mercancías del territorio nacional vía elusión del control aduanero, cuando el valor de éstas superen las cuatro unidades impositivas tributarias.

⁵⁴ Siempre que concurra la triple identidad de sujeto, hecho y fundamento.

⁵⁵ "Artículo 347.- Responsabilidad Civil y Penal.- Las sanciones administrativas que el órgano de control imponga son independientes de la responsabilidad de naturaleza civil o penal que se derive de las infracciones de la presente ley y sus normas reglamentarias. Los infractores estarán obligados a indemnizar por los daños y perjuicios que hubieren causado con sus actos u omisiones y responder penalmente por dichos actos en caso hubieren actuado con dolo, de conformidad con las normas del Código Penal".