



FACULTAD DE DERECHO

**LA VULNERACIÓN DEL ARTÍCULO 285 DEL
CÓDIGO PENAL POR EL USO DE INFORMACIÓN
PRIVILEGIADA EN UNA OPERACIÓN BURSÁTIL**

María de Jesús Climent

4º E1 – JGP

Derecho penal

Tutor: María Concepción Molina Blázquez

Madrid

Abril 2020

INDICE

I. RESUMEN	1
II. INTRODUCCIÓN	2
III. OBJETIVOS	3
IV. METODOLOGÍA	4
V. CONSIDERACIONES ÉTICAS EN EL DELITO DE USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA	5
VI. LEGISLACIÓN EN ESTADOS UNIDOS	7
VII. LEGISLACIÓN EN LA UNIÓN EUROPEA	9
1. Código de Conducta	9
2. Propuesta de Directiva 1987 y Directiva 89/592/CEE	9
3. Directiva 2003/6/CE	10
4. Directiva 2003/124/CE: aplicación de la Directiva 2003/6/CE	11
5. Reglamento (UE) 596/2014 y Directiva 2014/57/UE	12
6. Legislación específica en algunos países europeos	13
6.1. Alemania	15
6.2. Bélgica	15
6.3. Francia	17
6.4. Italia	18
6.5. Reino Unido	18
6.6. España	20
VIII. EL BIEN JURÍDICO PROTEGIDO	21
1. Definición	21
2. Funciones	22
3. Diferencia entre bien jurídico mediato y bien jurídico inmediato	22
4. Diferencia entre bien jurídico individual y bien jurídico colectivo	23
5. El bien jurídico protegido en el insider trading	24
5.1. Concurrencia de intereses privados e intereses públicos en el delito de uso de información privilegiada	25
5.1.1. Intereses privados	25
a. Interés societario	25

i.	Teoría del deber fiduciario _____	25
ii.	Teoría de la apropiación indebida _____	28
iii.	Crítica a estas teorías _____	29
b.	Patrimonio del inversor _____	30
i.	Exclusión del patrimonio individual como bien jurídico protegido _____	30
5.1.2.	Intereses públicos _____	31
a.	Modelo de protección al inversor _____	31
i.	Igualdad de oportunidades _____	32
ii.	Confianza del inversor _____	33
b.	Modelo del mercado eficiente _____	33
IX.	LA REGULACIÓN PENAL DEL USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA	34
1.	Teorías sobre el límite cuantitativo en el delito de uso de información privilegiada.	
Infracción administrativa	_____	35
1.1.	Concurrencia sanción penal y sanción administrativa: non bis in ídem _____	37
2.	Sujeto activo _____	38
3.	Sujeto pasivo _____	39
4.	Consumación _____	40
5.	Dolo, tentativa e imprudencia _____	41
6.	Error de tipo o de prohibición _____	42
7.	Problemas concursales: artículo 284 y 442 del Código Penal _____	43
7.1.	Artículo 284 Código Penal: manipulación de las cotizaciones _____	43
7.2.	Artículo 442 Código Penal: uso de información privilegiada por funcionario público _____	44
8.	Subtipo agravado _____	45
9.	Otros artículos relacionados con la comisión del delito de uso de información privilegiada _____	46
X.	JURISPRUDENCIA EN ESPAÑA _____	48
1.	Caso Alierta o caso Tabacalera _____	48
2.	Caso Villalonga _____	52
3.	Caso Asturiana de Zinc _____	52
XI.	CONCLUSIONES _____	54

LISTADO DE ABREVIATURAS

Art.: Artículo.

Arts.: Artículos.

BAFin: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

CBFA: The Banking, Finance and Insurance Commission.

CMF: Conseil des Marchés Financiers.

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores:

CONSOB: Commissione Nazionale per le Società e la Borsa.

COB: Commission des Opérations de Bourse.

CP: Código Penal.

EE.UU.: Estados Unidos.

FDA: Federal Drug Administration.

FSA: Financial Services Authority.

FSMA: Financial Services and Markets Act.

LMV: Ley del Mercado de Valores.

LO: Ley Orgánica.

OFEX: Off Exchange.

OPA: Oferta Pública de Acciones.

SEA: Securities Exchange Act 1934.

SEC: Securities and Exchange Commission.

TJUE: Tribunal de Justicia de la Unión Europea.

TS: Tribunal Supremo.

UE: Unión Europea.

I. RESUMEN

El uso de información privilegiada genera una distorsión en el correcto funcionamiento del mercado de valores. Por ello, la mayor parte de los países han optado por considerar estas prácticas como ilícitas, haciendo posible la introducción tanto de sanciones administrativas como penales en sus respectivas normativas. En el ordenamiento jurídico español, el delito de uso de información privilegiada, o *insider trading*, aparece recogido en el artículo 285 del Código Penal; la estructura de este delito genera diferentes problemas de interpretación. El presente trabajo analiza las circunstancias que concurren en este delito mediante el estudio tanto de la legislación como de la jurisprudencia de Estados Unidos y de algunos países europeos.

Palabras clave: “insider trading”, “información privilegiada” “mercado de valores”, “ética en delito de información privilegiada” “abuso de mercado”, “delito de iniciados” y “transparencia mercado de valores”.

ABSTRACT: The use of privileged information generates a distortion in the correct functioning of the stock market. Therefore, most countries have chosen to consider these practices as illegal, making it possible to introduce both administrative and criminal sanctions in their respective regulations. In the Spanish legal system, the crime of insider trading is included in Article 285 of the Criminal Code; the structure of this crime generates different problems of interpretation. This paper analyzes the circumstances surrounding this crime by studying both the legislation and the case law of the United States and some European countries.

Key words: "insider trading", "insider information", "stock market", "ethics of insider trading", "market abuse", "insider trading crime" and "stock market transparency".

II. INTRODUCCIÓN

Por *insider trading*¹ se entiende, en sentido estricto, la operación en el mercado de valores (*trading*) que hace aquel que posee información privilegiada debido a una calidad personal especial (*insider*). En sentido amplio, el *trading* cubre no solo la operación en el mercado de valores, sino la revelación de la información privilegiada y la recomendación de operar; a partir del año 2014, en el derecho común europeo también quedan cubiertas por el concepto la operación realizada por el destinatario de la recomendación, la revelación de la recomendación y la cancelación o modificación de ordenes de operar:

Para que una información se pueda considerar como privilegiada debe cumplir con las cuatro características siguientes:

- Ser concreta: quedando excluida otra información como los meros rumores sin contrastar, las hipótesis, las suposiciones, las estimaciones realizadas con datos públicos o la información demasiado genérica.
- Tener relación, directa o indirecta, con algún emisor de instrumentos financieros o con los propios instrumentos financieros en sí.
- No ser pública: a este respecto, no resulta fácil dilucidar qué se entiende por información reservada o pública. Este es uno de los mayores problemas para determinar el concepto de información privilegiada.
- Tener una influencia apreciable en la evolución de los instrumentos financieros en cuestión.

Hay que destacar que la información privilegiada no es mala *per se*. El problema aparece cuando se hace un uso abusivo de ella, y éste puede repercutir en el mercado, ofreciendo la posibilidad de operar, a determinadas personas con una ventaja obtenida fraudulentamente.

¹ *Insider trading*: conocido también como “operaciones de iniciados”.

Hace tiempo, la práctica de usar información privilegiada no se consideraba ilegal, más bien se entendía como una retribución al agente de mercado que había sido más hábil en aprovechar las oscilaciones del mercado. A partir de la crisis bursátil de 1929 fue cuando se comenzó a legislar y regular este tipo de conductas.

Al sujeto activo del delito se le denomina *insider*. Éste es, por lo general, una persona que pertenece a la empresa y que gracias a su puesto puede tener acceso a cierta información que no podría obtener de otro modo, y que puede servir para alterar el precio de los títulos de la compañía o influir en las decisiones que pudieran tomar los inversores.

Existen autores que defienden la teoría de que operar con información privilegiada contribuye a mejorar la eficiencia del mercado. Según esta teoría, para lograr la eficiencia del mercado se debe de permitir el uso de este tipo de información, pues propugnan que no existen mercados perfectos, y al permitir dichas conductas se lograría la libre fijación de precios, lo que sería beneficioso para los mercados. No obstante, la mayor parte de los autores sostienen la importancia de sancionar este tipo de prácticas pues ponen en peligro el correcto funcionamiento del mercado y deterioran la igualdad de oportunidades entre los inversores del mercado de valores.

III. OBJETIVOS

En este trabajo como objetivo principal he pretendido realizar una exposición precisa y clara de los problemas de interpretación que surgen de la ordenación del delito de uso de información privilegiada.

Se pretende aclarar quiénes son los destinatarios de la prohibición y qué tipo de operaciones están prohibidas. Trataremos de aclarar cuales son los criterios para establecer cuándo una información debe ser considerada relevante o que sirva para ejercer una influencia suficiente sobre las cotizaciones.

Así mismo profundizaremos en la relación del *insider trading* con otras figuras delictivas afines.

Para ello hemos realizado un exhaustivo análisis de la jurisprudencia más relevante sobre este delito en Estados Unidos y España, principalmente, con alguna referencia a casos en algunos países de Europa.

IV. METODOLOGÍA

La metodología utilizada ha sido la exposición y análisis crítico, así como la valoración de los distintos problemas de interpretación que suscita la estructura del *insider trading*, recapitulando los diferentes puntos de vista en las conclusiones del trabajo.

Para ello hemos utilizado la bibliografía que aparece a pie de página y en la bibliografía final. Ésta la hemos seleccionado después de diferentes búsquedas en las siguientes bases de datos: Aranzadi, EurLEX, Ley Digital 360, Dialnet y El Derecho, accesibles desde la Biblioteca Digital de la Universidad Pontificia de Comillas.

Las sentencias utilizadas en este trabajo han sido dos, principalmente. En primer lugar, la STS 1136/2010 de 21 de diciembre, consultada en la base de datos El Derecho, cobra especial relevancia al ser la única sentencia del Tribunal Supremo que condena a los acusados por un delito de uso de información privilegiada, aunque les absuelve por prescripción de la acción penal. En segundo lugar, existe una referencia a la STS 213/1997 de 19 de abril, al desarrollar las diferentes teorías sobre el límite cuantitativo en los delitos económicos.

Las palabras clave utilizadas fueron: “*insider trading*”, “información privilegiada” “mercado de valores”, “*ethics of insider trading*”, ética en delito de información privilegiada” “abuso de mercado”, “delito de iniciados” y “transparencia mercado de valores”.

V. CONSIDERACIONES ÉTICAS EN EL DELITO DE USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

Sobre los argumentos éticos a favor o en contra del uso de la información privilegiada existen dos grupos de autores diferenciados. Aunque hoy en día nadie dude de la inmoralidad del uso de la información privilegiada para beneficio personal, existen autores que consideran que este delito beneficia tanto a los que gozan de la información relevante como a aquellos que no tienen acceso a ella. Otros autores defienden la ilicitud de este delito.

Desde el punto de vista de moral, HENRY G. MANNE es el mayor defensor de la licitud de las conductas a través de las cuales se obtiene una ganancia haciendo uso de información privilegiada. En primer lugar, critica que las tesis evocadas por los legisladores carecen de respaldo científico. En segundo lugar, considera que son tres las ventajas que proporcionan las operaciones con información privilegiada; disminuye el riesgo en el mercado de valores, además las cotizaciones evidencian de manera objetiva la situación de las empresas e impiden las grandes oscilaciones que perjudican el mercado bursátil.²

Por otro lado, la mayor parte de los autores consideran que el uso de información privilegiada debe ser ilegal. Estiman que perjudica los derechos del resto de accionistas, además de menoscabar la igualdad de oportunidades de los inversores y, de poner en peligro al conjunto de la sociedad. Consideran que aquellos empleados de una compañía que negocian con valores quebrantan el deber de fidelidad con su entidad cuando se aprovechan de la información que obtienen como consecuencia de su profesión³.

Éstos últimos se refieren al economista y filósofo ADAM SMITH para validar su tesis. En oposición a HENRY G. MANNE, ADAM SMITH manifiesta que la libre competencia beneficia tanto al productor como al consumidor, y que las desigualdades aparecen cuando se

² MANNE, H. G., *Insider trading and the stockmarket. Book review*, The Free Press, Nueva York, 1966, pp. 457 y 458.

³ ARROYO, A. M. Y VAQUERO, E., “La ética en el uso de la información privilegiada”, *Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales, ICADE*, nº 64, 2005, p. 227.

otorgan privilegios a las compañías, debido a lo cual, hay que medirse en situación de igualdad. Adicionalmente, ADAM SMITH es conocido por acuñar el concepto de la Mano Invisible, al considerar que cuando los operadores del mercado bursátil realizan transacciones en beneficio propio aparece una “fuerza invisible” que genera un enriquecimiento para la sociedad. Por todo ello, únicamente con la libertad de competencia se garantiza el buen funcionamiento del mercado de valores, bien jurídico protegido en el delito de uso de información privilegiada⁴.

La normativa que regula el delito de uso de información privilegiada, a excepción de EE.UU. y Francia, es reciente en la mayor parte de los países de la Unión Europea . Ahora, a pesar de poseer una normativa que regula este delito, en muchos países su aplicación se prorrogó cinco años, e incluso en EE.UU., aún creando una normativa en 1934 no se aplicó por primera vez hasta 1961.

En la práctica, es cierto que no existe un número elevado de expedientes de investigación en referencia al uso de información privilegiada por parte de los organismos competentes. Por ello, las sanciones tanto penales como administrativas son escasas en todos los países. El delito de uso de información privilegiada cuenta con una importante traba a la hora de la práctica de la prueba. En primer lugar, porque la mayor parte de los infractores impiden que se detecte mediante testaferros, sociedades pantalla e incluso utilizan sus conocimientos para crear productos financieros sofisticados. Asimismo, es necesario, a la vez que difícil, conseguir probar que el sujeto activo poseía e hizo uso de dicha información con el objetivo de obtener una ganancia propia. Para resolver este tipo de cuestiones es conveniente, por un lado, el desarrollo de murallas chinas que reduzcan el número de personas con acceso a la información privilegiada, y por otro, como resuelve la Directiva 2014/57/UE, también resulta eficaz crear un listado con la identidad de personas que pueden acceder a la información privilegiada. Como consecuencia, aunque resulta una ardua tarea, se evita la desproporción

⁴ “La ética en el uso de la información privilegiada”, op. cit., pp. 232-233.

que puede sufrir el *insider* a la hora de indemnizar a los perjudicados por el uso de información de carácter relevante⁵ y ⁶.

VI. LEGISLACIÓN EN ESTADOS UNIDOS

El delito de uso de información privilegiada tiene su origen dentro del sistema legal norteamericano. Si bien es cierto que la normativa que regula este delito surgió a partir del crack de la Bolsa de Nueva York de 1929, existen datos sobre posibles casos anteriores a esta fecha en el marco de la Compañía de Indias Holandesa.

La Securities Act (1933) regula el mercado primario, es decir, el mercado de nueva emisión y cumple con dos propósitos de gran magnitud; en primer lugar, establece la importancia que tiene por parte de los inversores de recibir información acerca de las transacciones llevadas a cabo en el mercado de valores, y en segundo lugar, regula las prohibiciones en relación con el delito de uso de información privilegiada. Finalmente, propone la creación de un registro a través del cual cada persona que intervenga en el mercado pueda acceder a información relevante a la hora de realizar inversiones para proteger la transparencia del mercado y la confianza de los inversores⁷.

Por su parte, la Securities Exchange Act (1934) resulta aplicable ante las controversias originadas en el mercado secundario, aquel en el que se negocian valores después de que se hayan emitido previamente. Además, trata de abolir las prácticas que perjudican la transparencia del mercado de valores cuya finalidad es proporcionar a los inversores una mayor confianza sobre el adecuado funcionamiento del mercado secundario. De esta manera, debido a la importancia de esta normativa, la SEA dio lugar a la creación de la Securities and

⁵ BAENA, N., (2002). “La regulación del abuso de mercado en Europa y en Estados Unidos” en CNMV (ed.) *Monografías nº1*, Madrid, 2002, p. 30.

⁶ ZAMYR, J., *Mercado de valores en Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursátil: Insider Trading*, Edisofer, Madrid, 2013. p. 145.

⁷ PEROSSA, M.L., WALDMAN, P. y DÍAZ, D.S., “Reglamentación y uso de información privilegiada en el mercado norteamericano de valores”, *Revista Academia y Virtualidad*, vol. 8, nº 1, 2015, pp. 114 y 115.

Exchange Commission, órgano encargado de la supervisión de valores y mercados a la luz de los principios que componen dicha norma⁸.

En relación con la SEA cobra especial relevancia la Sección 10 en su Regla 10 b – 5.

Por un lado, la Sección 10 de la SEA hace referencia a diferentes prácticas prohibidas por el mercado de valores que advierten de la manipulación y especulación con valores en los mercados secundarios, junto con la referencia a la información no pública en los casos de *insider trading*. Cobra aquí especial importancia, sobre la que existe una amplia jurisprudencia del Tribunal Supremo de los Estados Unidos, la regla 10 b – 5, más conocida como el empleo de prácticas manipulativas y/o engañosas, pues supuso uno de los primeros mecanismos de lucha contra el *insider trading*. En ella se aclararon dudas acerca de la definición de *insiders*, pues hasta ese momento se entendía que la condición de *insider* únicamente podía hacer alusión a un empleado a cualquier nivel dentro de una compañía. Sin embargo, se consideró que cualquier persona ajena a la empresa que tuviera acceso a información privilegiada de ésta, podría ser considerado como *outsider* con consecuencias similares a las padecidas por los *insiders*⁹.

Posteriormente a esta normativa, se desarrolló una nueva ley referente al mercado de valores en octubre de año 2000. Esta nueva ley trataba de profundizar en la definición de conceptos a la hora de regular el delito de uso de información privilegiada. Asimismo, contenía varios artículos que sugieren determinadas condiciones en caso de que una de las partes alegue haber actuado de buena fe. Sin embargo, la parte más relevante es la vinculación de esta ley con la regla 10 b – 5 contenida en la SEA, al crear la regla 10 b – 5.1, para ampliar el concepto de *insider trading* a personas que no tengan una relación directa con la sociedad. De esta manera, se define *tipes* como “aquellos sujetos que realizan operaciones con información privilegiada

⁸ “Reglamentación y uso de información privilegiada en el mercado norteamericano de valores”, op. cit., p. 116.

⁹ LÓPEZ, A.L. “Introducción a la regulación de valores en los Estados Unidos”, *E-mercatoria*, vol.7, nº 2, 2008, pp. 5 y 6.

que adquieren de un *insider*, *tipper* alude al “iniciado que comunica la información privilegiada a un tercero”¹⁰.

VII. LEGISLACIÓN EN LA UNIÓN EUROPEA

1. Código de Conducta

Previamente a la elaboración de la propuesta de directiva sobre operaciones de iniciados, se puso de relieve la preocupación por este tipo de negociaciones, siendo así, que la Comunidad Económica Europea recomendó la redacción de un Código de Conducta, en el intento de homogeneizar las distintas legislaciones de cada Estado miembro en materia de operaciones con información privilegiada. No obstante, este Código de Conducta no llegó a tener una gran trascendencia, pues se trataba de una simple recomendación¹¹.

2. Propuesta de Directiva 1987 y Directiva 89/592/CEE

Fue en 1987, con el objetivo de obtener una normativa común en materia de prácticas consideradas abusivas dentro del mercado de valores, cuando los países que conformaban la Comunidad Europea decidieron elaborar una Directiva comunitaria. Así, la Comisión de las Comunidades Europeas fue la encargada de presentar una propuesta ante el Consejo de las Comunidades Europeas con el fin de regular los *insider tradings*¹².

Esta propuesta de Directiva hacía hincapié en tres aspectos fundamentales. En primer lugar, establecía el concepto de información privilegiada, en segundo lugar, hacía referencia al ámbito subjetivo de aplicación, y finalmente, establecía las conductas prohibidas. En relación con la definición de información privilegiada, ésta se caracterizaba por “ser desconocida para el público, suficientemente precisa, que afectase a la situación de uno o más emisores de

¹⁰ *Mercado de valores en Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursátil: Insider Trading*, op. cit., p. 9.

¹¹ *Mercado de valores en Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursátil: Insider Trading*, op. cit., p. 35.

¹² LÓPEZ, J., “El Insider Trading” en Consejo General del Poder Judicial (ed.), *Curso sobre la Nueva Delincuencia*, Madrid 1993, p. 1037.

valores mobiliarios cotizados en bolsa y ser susceptible de influenciar en la cotización del valor en cuestión”¹³.

Dos años más tarde, esta propuesta de Directiva dio lugar a la aprobación de la Directiva 89/592/CEE. Ésta fue la primera norma comunitaria que reguló la prohibición de operaciones con información privilegiada. En los dos primeros arts. de esta Directiva, se definía el concepto de información privilegiada y se establecía la obligación para cada Estado miembro de prohibir a determinadas personas con acceso a información privilegiada por razón de su profesión su uso en beneficio propio.

De estos dos arts., se entendía que no cualquier tipo de información puede considerarse información privilegiada, es decir, debía ser real, precisa y concreta. Además, el art. 2.1 incluía tanto las personas que podían cometer este tipo de delito, como los actos que podían dar lugar a la imposición de las sanciones pertinentes.

Además, esta Directiva dejaba un amplio margen a cada Estado a la hora de establecer tanto medidas restrictivas compatibles con los principios generales recogidos en la Directiva, como la imposición de sanciones en caso de incumplimiento de esta norma. Igualmente, esta primera normativa europea dejaba en manos de cada Estado la posibilidad de iniciar investigaciones contra aquellas personas sospechosas de estar cometiendo alguno de los delitos recogidos en esta Directiva.¹⁴

3. Directiva 2003/6/CE

No obstante, como consecuencia de los cambios ocurridos en los mercados financieros posteriormente a la entrada en vigor de la Directiva 89/592/CEE, se hizo latente la necesidad de crear una nueva normativa comunitaria, dando lugar a la Directiva 2003/6/CE.

¹³ *Mercado de valores en Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursátil: Insider Trading*, op. cit., pp. 36 y 37.

¹⁴ Directiva 89/592/CEE del Consejo, de 13 de noviembre de 1989, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada. Diario Oficial de las Comunidades Europeas, L 334/30, de 18 de noviembre de 1989, p. 30.

Esta nueva Directiva no partía de cero, sino que hacía referencia a la Directiva 89/592/CEE en cuanto a la definición de información privilegiada. No obstante, la Directiva 2003/6/CE también introdujo novedades, como la redacción por parte de cada Estado miembro de una lista de en la cual apareciera la identidad de aquellas personas que tenían acceso a la información privilegiada. Es importante mencionar que en esta Directiva se apostó por una cooperación entre los Estados con el fin de erradicar este tipo de prácticas de abuso de mercado, si bien es cierto que los Estados, como ocurre en la anterior Directiva, contaban con un extenso margen a la hora de fijar tanto el organismo competente de investigar este tipo de prácticas así como las sanciones ante el incumplimiento de esta norma¹⁵.

Como consecuencia de las situaciones producidas en relación con el uso indebido de información privilegiada se hacía referencia en esta Directiva no únicamente a los *insiders*, sino que introduce la posibilidad de que sean otras personas quienes respondan de este tipo de delitos. Así, distingue entre *internal insiders* y *external insiders*. Los primeros se refieren a aquellas personas que tenían acceso a la información privilegiada como consecuencia de su profesión o puesto de trabajo, mientras que los segundos, eran personas que nada tenían que ver con la sociedad pero que recibían información por parte de gente que no era ajena a la empresa.¹⁶

4. Directiva 2003/124/CE: aplicación de la Directiva 2003/6/CE

La aplicación de la Directiva 2003/6/CE resultó ser más difícil de lo esperado. Para ello, se confeccionó la Directiva 2003/124/CE que trataba aspectos más específicos en el desarrollo de la revelación pública de la información privilegiada. Esta Directiva reiteró la importancia de la difusión de este tipo de información entre los inversores sobre el pretexto de crear un mercado transparente en el que todos contaran con la misma igualdad de oportunidades. Si bien, exceptuaba dos situaciones en las cuales la difusión de la información debía retrasarse;

¹⁵ Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado). Diario Oficial de la Unión Europea, L 96/16, de 12 de abril de 2003, p. 5.

¹⁶ “El Insider Trading”. op. cit., p.1038.

primero, cuando se llevaran a cabo negociaciones que pudieran resultar perjudicadas como consecuencia de la revelación de información privilegiada, y segundo, en aquellas decisiones que estuvieran pendientes de aprobación por un órgano emisor. Además, en este texto normativo, como en cada una de las Directivas mencionadas anteriormente, cada uno de los Estados se comprometió a iniciar una investigación en el momento en el que tuviera conocimiento de que cualquier emisor incumplía esta normativa poniendo en peligro los intereses de los inversores.¹⁷

5. Reglamento (UE) 596/2014 y Directiva 2014/57/UE

El Reglamento 596/2014 deroga tanto la Directiva 2003/6/CE como la Directiva 2003/124/CE. En este texto normativo se establece un nuevo listado de definiciones relacionados con las prácticas de abuso de mercado, entre las que se encuentran el uso de información privilegiada. Además, esta Directiva admite que los inversores consideran la información que tienen a su alcance antes de actuar en el mercado de valores.

En el art. 7 de este Reglamento se define información privilegiada como “la información de carácter concreto que no se haya hecho pública, que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores o a uno o varios instrumentos financieros o sus derivados y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre los precios de dichos instrumentos o de los instrumentos derivados relacionados con ellos”¹⁸. Si bien es cierto, que en los apartados siguientes de este art. se hace referencia a otro tipo de informaciones que también se consideran de carácter relevante, ésta es considerada como la definición general.

¹⁷ Directiva 2003/124/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación del mercado. Diario Oficial de la Unión Europea, L 339/70, de 24 de diciembre de 2003, p. 2.

¹⁸ Reglamento 596/2014: Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado) y por el que se derogan la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión. Diario Oficial de la Unión Europea, L 173/1, de 12 de junio de 2014, p. 24.

Se refiere esta normativa a adquirir, transmitir o ceder información privilegiada como las posibles operaciones ilícitas que se pueden llevar a cabo por parte de los *insiders*. Además, sugiere que este delito puede ser cometido tanto por personas físicas como por personas jurídicas, especificando el tipo de acciones cometidas por cada uno de estos sujetos activos.

Mientras que la Directiva 2003/6/CE exigía a cada Estado miembro la imposición de sanciones penales o administrativas por la comisión del delito de uso de información privilegiada, la Directiva 2014/57/UE obliga a los Estados a sancionar penalmente este tipo de conductas. Así, la transposición de esta Directiva junto con otros motivos dio lugar a la aprobación de la Ley Orgánica 1/2019 de 20 de febrero por la que se modifican algunos preceptos del Código Penal que sancionan la comisión de delitos bursátiles, entre ellos el art. 285 del CP.¹⁹

6. Legislación específica en algunos países europeos

TABLA 1

País.	Fecha de la primera regulación sobre información privilegiada.	Fecha de la primera sanción impuesta por información privilegiada.	Organismo regulador y supervisor.
Estados Unidos	1934	1961	SEC
Alemania	1994	1995	BAFin
Bélgica	1990	1994	CBFA*
España	1988	1992	CNMV
Francia	1967	1975	COB y CMF
Italia	1991	1996	CONSOB
Reino Unido	1980	1981	FSA

¹⁹ Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado (Directiva sobre abuso de mercado). Diario Oficial de la Unión Europea, L 173/179, de 12 de junio de 2014, p. 2.

*Hasta el 1 de abril de 2001, el organismo Belga Competente, era la CBFA. A partir de esa fecha pasó a denominarse FSMA (Financial Services and Markets Authority)

La Tabla 1.²⁰ muestra los años en los que se empezó a regular del delito de uso de información privilegiada en cada uno de los países que se recogen en la tabla junto con la primera sanción impuesta por abuso de información privilegiada en cada uno de ellos.

TABLA 2

<u>Sanciones</u>	<u>Administrativas</u>	<u>Penales</u>
Estados Unidos	Multa: límites máximos 50.000 – 1.000.000 dólares y el beneficio obtenido.	-
Alemania	Multa: 50.000 – 1.500.000 euros.	Multas monetarias hasta prisión de 5 años.
Bélgica	Multa: triple del beneficio obtenido.	Prisión: hasta 2 años.
España	Multas monetarias, inhabilitación temporal, revocación y amonestación pública.	Prisión: 1 – 6 años. Multas hasta tres veces el beneficio obtenido en la transacción.
Francia	Multas: 15.250 – 1.525.000 o diez veces el beneficio obtenido.	Prisión: desde 6 meses hasta 2 años.
Italia	Multas: 10.330 hasta 310.000 euros.	Prisión: hasta 2 años.
Reino Unido	Multas ilimitadas o censura pública.	Criminal Justice Act 1993.

La tabla 2.²¹ muestra las sanciones tanto penales como administrativas que impone cada país por el uso de información privilegiada.

²⁰ “La regulación del abuso de mercado en Europa y en Estados Unidos”, op. cit., p. 27.

6.1. Alemania

Al igual que en EE.UU., la regulación alemana sobre las operaciones que incluyen información privilegiada recibe el nombre de *Securities Trading Act*, que fue redactada y aprobada en el año 1994.

Dentro de este marco legal, se define información privilegiada como “aquella información no pública referente a uno o más emisores de valores sometidos a este régimen o a los propios valores que, de haberse hecho pública, podría tener una influencia significativa sobre los precios de los valores”. Además, en relación con la difusión de información privilegiada, no basta únicamente con la publicación de ésta en un medio de comunicación, sino que en aquellos supuestos en los que se produzca una variación en el porcentaje de derechos de voto en empresas cotizadas, deberá ser comunicado a la institución pertinente, en este caso a *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (en adelante BAFin).²²

BAFin es el organismo encargado de investigar los posibles actos que pueden dar lugar a la comisión de un delito de información privilegiada. En el caso de tener indicios sobre un posible caso, éste organismo lo comunicará al órgano judicial competente que iniciará un proceso penal si lo estima necesario. No obstante, los casos leves en los que se infrinja la obligación de difundir la información relevante, será el BAFin quién impondrá sanciones administrativas con multas que van desde los 50.000 a 1.500.000 euros.²³

6.2. Bélgica

La regulación belga en materia de información privilegiada se asienta sobre las bases de la Directiva 2003/6/CE, especialmente tras las conclusiones de la petición de cuestión

²¹ “La regulación del abuso de mercado en Europa y en Estados Unidos”, op. cit., p. 29.

²² “La regulación del abuso de mercado en Europa y en Estados Unidos”, op. cit., p. 34.

²³ “La regulación del abuso de mercado en Europa y en Estados Unidos”, op. cit., p. 36.

prejudicial²⁴ planteada por el *Hof van Beroep te Brussel* (Bélgica), sobre la interpretación de esta Directiva.

De esta manera, se pone en cuestión la interpretación del art. 2.1 de la Directiva 2003/6/CE, transpuesto en el art. 25 de la Ley de supervisión financiera de Bélgica, en su versión en vigor a partir del 1 de enero de 2004.

Todo comenzó cuando la empresa belga Sector Photo Group NV autorizó un plan de opciones sobre acciones para sus trabajadores, adquiriendo en total más de 27.000 acciones mediante distintas órdenes de compra. Fue el señor Van Raemdonck el encargado de realizar estas órdenes en nombre de Spector Photo Group NV. Sin embargo, se produjo un cambio en las operaciones según se habían comunicado a Euronext Brussels, pues se modificaron tanto el número de acciones como el precio de éstas, obteniendo así un aumento en su cotización del 8%. El problema se originó cuando se comprobó que efectivamente tanto la empresa como el señor Van Raemdonck disponían de información relevante sobre la adquisición de una nueva empresa y su volumen de negocios.

La duda aparece a la hora de interpretar la diferencia entre “utilización” y “conocimiento” de información privilegiada. La Abogado General, la señora Juliane Kokott, en primer lugar propone que cada apartado de la Directiva 2003/6/CE, para resultar eficaz y cumplir con su propósito, debía interpretarse de forma aislada. Por consiguiente, se concluyó, que no existía en la Directiva una descripción del concepto de “utilización” en sentido estricto, dejando así, en manos de cada Estado la definición pertinente que cada cual considere más apropiada, sin olvidar la necesidad de crear conceptos unitarios para todos los Estados miembros. Asimismo, no bastaba con tener un conocimiento de cualquier información, sino que se debía ser consciente de que esa información, era información privilegiada y, por lo tanto, no debía utilizarse como medio para obtener un beneficio propio. Además, la Abogado General resumió que: “[...] en situaciones en las que esté excluido que el conocimiento de una

²⁴ Conclusiones de la Abogado General Sra. Juliane Kokott presentadas el 10 de septiembre de 2009, en el asunto C-45/08 contra Spector Photo Group, NV. [Petición de decisión prejudicial planteada por el Hof Van Beroep te Brussel]. Fecha de la última consulta: 19 de febrero de 2020.

información privilegiada pueda influir en la actuación, no podrá hablarse de utilización de información privilegiada."

6.3. Francia

La *Commission des Opérations de Bourse* es el organismo francés encargado de velar por el cumplimiento de la normativa referida al mercado de valores, según la Ordenanza nº 67 – 833 de 1967, que estima la información privilegiada como, “aquella información precisa, no pública, relativa a uno o más emisores, uno o más valores transferibles, contratos de futuros u otros productos financieros admitidos a cotización que, de hacerse pública, podrían afectar el precio de los productos financieros”.²⁵

Aunque Francia fue uno de los países que primero adoptó la normativa europea sobre abuso de mercado, el ámbito de aplicación de la Directiva 2003/6/CE recogido en la legislación francesa no es tan amplio como se prevé en el texto comunitario. Así, su aplicación se limita únicamente a aquellos mercados regulados en los que se cometa la actividad infractora. Además, Francia es el único país que ha incorporado a su normativa interna dos cláusulas recogidas en la Directiva 2003/6/CE en referencia a la no propagación de la información en aquellos casos en los que se dañen los intereses del emisor. Así, en primer lugar, se exige que se garantice la confidencialidad de la información, y, en segundo lugar, que la omisión de ésta no sea susceptible de confundir al público. Además, se exige que la difusión de la información se haga lo más rápidamente posible, es decir, “en cuanto antes”.²⁶

En general, las actuaciones consideradas por la legislación francesa como abuso de mercado son sancionadas como delito y conllevan penas de prisión. No obstante, la COB tiene el poder de aplicar sanciones administrativas en función de las ganancias obtenidas mediante el uso de información privilegiada con el fin de mitigar este tipo de prácticas.

Para ilustrar la aplicación de la normativa en la práctica, es necesario mencionar el caso Pechiney. La empresa Pechiney decidió asociarse con la sociedad norteamericana American

²⁵ “La regulación del abuso de mercado en Europa y en Estados Unidos”, op. cit., p. 37.

²⁶ “La regulación del abuso de mercado en Europa y en Estados Unidos”, op. cit., p. 24.

National Can. Sin embargo, días antes de la transacción, varias personas con acceso a dicha información realizaron operaciones de compra y venta de acciones de esta última compañía. En el informe de la SEC se identificaron varias empresas suizas como partícipes en esta transacción, mediante las cuales adquirieron un beneficio superior a 3.000.000 de euros.²⁷

6.4. Italia

Italia fue uno de los países europeos que más tarde elaboró una normativa interna que regulara las prácticas de abuso de mercado e información privilegiada. Así, la Ley de Intermediación Financiera, además de establecer las competencias del organismo supervisor, la *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, define información privilegiada como “aquella información específica, con un contenido preciso, referido a los instrumentos financieros o los emisores de instrumentos financieros que no se ha hecho pública, pero que de haberse publicado probablemente habría tenido un efecto significativo en el precio de dichos instrumentos”.²⁸

Específicamente, esta normativa italiana prohíbe y declara uso no debido de información privilegiada cualquier operación de compra y venta de acciones llevada a cabo mediante la consecución de información privilegiada a raíz de la profesión o posición del emisor, con el fin de obtener un beneficio económico y alterando el correcto funcionamiento del mercado. Finalmente, en Italia, tanto CONSOB como las autoridades judiciales actúan conjuntamente tratando de evitar las operaciones de iniciados. Sin embargo, CONSOB no puede imponer sanciones administrativas, sino que será el juez que conozca el caso quien se encargue de castigar este tipo de actuaciones ilícitas relacionadas con el uso de información privilegiada.²⁹

6.5. Reino Unido

Reino Unido posee una de las regulaciones sobre el delito de uso de información privilegiada con las características más diferenciadas respecto al resto de países de la UE.

²⁷ *Mercado de valores en Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursátil: Insider Trading*, op. cit., pp. 18 y 19.

²⁸ “La regulación del abuso de mercado en Europa y en Estados Unidos”, op. cit., p. 43.

²⁹ “La regulación del abuso de mercado en Europa y en Estados Unidos”, op. cit., p. 44.

Reino Unido estableció un ámbito civil mediante la creación de la *Financial Services and Markets Act* en el año 2000, aunque en el año 2001 sufrió una modificación otorgando mayores competencias al órgano supervisor, es decir, a la *Financial Services Authority*, que confeccionó un Código de Conducta de Mercado. Sin embargo, el régimen penal se encuentra recogido en la *Criminal Justice Act* de 1993. La FSMA de 2001, considera que la información privilegiada “engloba el uso de información que no está disponible de forma generalizada para aquellos que operan en los mercados, pero que si estuviera disponible para un “usuario regular” del mercado, sería, o podría ser considerada, como información relevante en la toma de decisiones de inversión”.³⁰

Al igual que ocurre en Francia, Reino Unido también cuenta con un ámbito de aplicación propio de la Directiva 2003/6/CE, esto es, únicamente en mercados concretos, aquellos denominados *Recognised Investment Exchange* y el mercado OFEX.³¹

El Código de Mercado desarrollado por la FSA, del mismo modo que recoge las prácticas de abuso de mercado, contiene otras muchas que no son consideradas como tal y que reciben el nombre de “puertos francos”. En efecto, existen lo que se conoce como “murallas chinas”, que son los “puertos francos” en materia de información privilegiada. Así se protege la información de personas ajenas que no tiene acceso a ella. Como consecuencia se consigue reducir el número de personas con posibilidad de utilizar ilícitamente este tipo de información.³²

Finalmente, el Comité de Decisiones Regulatorias de la FSA es el encargado de valorar las actuaciones que son consideradas como infracciones administrativas y tiene competencia para imponer sanciones, en forma de multa, censura pública o la devolución del dinero a los operadores del mercado que se hayan visto afectados.

³⁰ “La regulación del abuso de mercado en Europa y en Estados Unidos”, op. cit., pp. 39 y 40.

³¹ “La regulación del abuso de mercado en Europa y en Estados Unidos”, op. cit., p. 23.

³² “La regulación del abuso de mercado en Europa y en Estados Unidos”, op. cit., p. 41.

6.6. España

España, al igual que muchos otros países de la UE, ya contaba con una normativa interna referida al mercado de valores. Aunque la doctrina mayoritaria aboga porque la primera vez que se prohibió en España el *insider trading* fue a raíz de la aprobación de la Ley del Mercado de Valores, otra corriente doctrinaria, dispone que, con anterioridad a esta ley, ya existían normas que prohibían este tipo de operaciones.^{33 y 34}

La LMV, a pesar de ser anterior a la Directiva 2003/6/CE, cuenta con un mayor grado de desarrollo en aspectos relacionados con las medidas de prevención y difusión de información privilegiada. De esta manera, se recogen dos aspectos fundamentales en la legislación española; en primer lugar, es en el único país en el cual se realiza la propuesta de elaborar una lista de iniciados y, en segundo lugar, al igual que ocurre en la legislación francesa, la difusión debe ser “inmediata”. Es necesario mencionar aquí, el artículo 227 de la LMV que hace referencia a la difusión de información relevante por parte de sociedades tanto a través de su página web como de la necesidad de comunicación de la misma a la Comisión Nacional de Mercado de Valores. También es significativo el artículo 229 LMV que menciona el retraso de la difusión de información privilegiada.³⁵

Sin embargo, a pesar de estas pequeñas diferencias, cuando se alude a la definición de información privilegiada ambas normas comparten la misma concepción. Así, la información privilegiada “está caracterizada por ser concreta, no pública, y porque de haberse hecho pública hubiera tenido un impacto apreciable sobre la cotización de los instrumentos financieros a los que se refiere la información”.³⁶

³³ *Mercado de valores en Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursátil: Insider Trading*, op. cit., pp. 42 y 43.

³⁴ Se refiere al RD 1848/1980, de 5 de septiembre, sobre Ofertas Públicas de Adquisición y al RD 279/1984, de 25 de enero, que implantó una nueva regulación para las OPA. Ambos RD se encuentran derogados.

³⁵ Real Decreto – ley 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. (BOE 24 de octubre de 2015).

³⁶ “La regulación del abuso de mercado en Europa y en Estados Unidos”, op. cit., p. 22.

La LMV únicamente opta por una tutela administrativa, siendo la CNMV el organismo que posee potestad sancionadora en el ámbito administrativo. Es el organismo encargado de investigar las posibles prácticas de abuso de mercado y de uso de información privilegiada menos graves y graves. Si bien la CNMV tiene el poder de sancionar este tipo de actuaciones, en el caso de concurrir esta investigación con un proceso penal, la investigación de la CNMV debe de suspenderse hasta que no exista sentencia firme por parte de la autoridad judicial competente.³⁷

La regulación penal en España también es anterior a la Directiva 2003/6/CE. En el CP de 1995, el delito de uso de información privilegiada estaba recogido en los arts. 285 y 286 que establecían el tipo básico y el subtipo agravado, respectivamente. Sin embargo, años más tarde, mediante la reforma LO 15/2003 de 25 de noviembre, el tipo básico quedó recogido en el art. 285.1 CP mientras que el subtipo agravado de este delito se encontraba en el art. 285.2 CP. Asimismo, la reforma LO 1/2019 de 20 de febrero actualiza la redacción del art. 285 CP, ampliando el ámbito de protección correspondiente a las operaciones que incluyen algún tipo de información privilegiada y reduciendo el límite cuantitativo. Por otro lado, esta última reforma introduce los arts. 285 bis, 285 ter y 285 quater CP en relación con el delito de uso de información privilegiada.

VIII. EL BIEN JURÍDICO PROTEGIDO

1. Definición

Al considerar el uso de información privilegiada como un delito, es necesario el estudio del bien jurídico protegido. Así, el bien jurídico protegido hace referencia a aquellos intereses salvaguardados de una forma especial por el Derecho. El estudio del bien jurídico protegido cobra especial relevancia, pues permite comprobar si una determinada conducta está comprendida en la norma tipificada.

³⁷ “La regulación del abuso de mercado en Europa y en Estados Unidos”, op. cit., p. 17.

2. Funciones

El bien jurídico protegido cumple con distintas funciones dentro de los delitos penales económicos.

En primer lugar, la función principal del bien jurídico protegido incluye el límite y la orientación del *ius puniendi*, entendido desde el punto de vista político – criminal, por un lado, al anular delitos que no tutelan ningún bien jurídico protegido, y por otro lado, al ayudar a crear nuevos delitos que amparen bienes jurídicos dignos de protección.³⁸

Además de esta función principal, otros autores como COBO DEL ROSAL y VIVES ANTÓN se inclinan por una función sistemática del bien jurídico protegido, al facilitar la ordenación de los delitos dentro de los textos normativos de los distintos países. Sin embargo, esta postura recibe algunas críticas, pues no es posible determinar y fundamentar muchos de los delitos a partir de esta función.³⁹

Finalmente, aparece la función interpretativa del bien jurídico protegido, aunque esta debe ir de la mano de otra función, describe el bien jurídico protegido como criterio de medición y determinación de la pena. Esta última consideración cobra especial relevancia en los delitos económicos, pues tiene “una incidencia inmediata en el concreto sector económico que forma parte de la *ratio legis* de la incriminación”.⁴⁰

3. Diferencia entre bien jurídico mediato y bien jurídico inmediato

Para una mejor comprensión del concepto de bien jurídico protegido es inevitable esclarecer las diferencias entre bien jurídico mediato y bien jurídico inmediato.

³⁸ *Mercado de valores en Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursátil: Insider Trading*, op. cit., p. 71.

³⁹ COBO, M. y VIVES, T.S. *Derecho penal. Parte general*, Tirant Lo Blanch, Madrid, 1999, p. 325.

⁴⁰ *Mercado de valores en Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursátil: Insider Trading*, op. cit., pp. 73 y 74.

Por un lado, el bien jurídico mediato se encuentra relacionado con la *ratio legis*, es decir, la finalidad objetiva de la norma. Este bien jurídico mediato está conectado con las funciones del bien jurídico anteriormente descritas. Es más, es un criterio auxiliar de la función interpretativa del bien jurídico protegido. Por otro lado, el bien jurídico inmediato, aunque también conocido como bien jurídico específico, es el elemento básico de todo delito. La lesión por parte del sujeto activo del bien jurídico inmediato constituye el elemento esencial de la parte objetiva de todo delito, por lo que su contravención debe ser abarcada por el dolo. Finalmente, es importante destacar que el bien jurídico inmediato puede ser de naturaleza individual o supraindividual.⁴¹

Hay autores que consideran que esta distinción es innecesaria. Sin embargo, otros consideran que debe hacerse, debido a las funciones otorgadas al bien jurídico mediato en relación con los delitos económicos. Entre estas funciones destacan en primer lugar, la legitimidad de la intervención del Derecho Penal, en segundo lugar, la función sistemática, y, finalmente, el criterio de medición y determinación de la pena.

4. Diferencia entre bien jurídico individual y bien jurídico colectivo

La condición de bienes jurídicos individuales se caracteriza por tener como titular al individuo, mientras que los bienes jurídicos colectivos, también conocidos como supraindividuales o universales, van más allá. Así, los bienes jurídicos colectivos comparten su titularidad con el conjunto de la comunidad, y es necesario hacer referencia a la clasificación realizada por MARTÍNEZ – BUJÁN y defendida por otros autores como TORÍO, dentro de bienes jurídicos colectivos, entre bienes jurídicos sociales generales y bienes jurídicos difusos. Para este autor, la totalidad de la sociedad es titular de los bienes jurídicos sociales generales, mientras que, por el contrario, los bienes difusos atañen a un sector específico.⁴² Podría considerarse que el delito de uso de información privilegiada vulnera un bien jurídico colectivo general institucionalizado.

⁴¹ MARTÍNEZ – BUJÁN, C. *Derecho penal económico y de la empresa: Parte general*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2007, p. 140.

⁴² *Derecho penal económico y de la empresa: Parte general*, op. cit., p. 165.

En los delitos económicos, como el de *insider trading*, es muy común encontrarse con un bien jurídico inmediato colectivo institucionalizado y otro bien jurídico mediato colectivo institucionalizado, si bien en la práctica es realmente difícil distinguir esta clasificación. Es importante destacar aquí, que un amplio sector de la doctrina española vincula el bien jurídico mediato supraindividual a aquellos delitos de peligro abstracto, mientras que por otro lado, son los bienes jurídicos inmediatos los únicos que se asocian con los delitos de lesión. Sin embargo, autores como TIEDEMANN ya comenzaron a denominar a este tipo de bienes jurídicos como bienes jurídicos intermedios, reflexión conectada con la noción que se va a explicar a continuación al hacer referencia a dicha teoría.⁴³

La alusión a los bienes jurídicos intermedios nace gracias a TIEDEMANN, aunque posteriormente han recibido el nombre de bienes jurídicos colectivos aparentes. Al enunciar esta categoría de bienes jurídicos, se refiere a bienes jurídicos tanto de naturaleza individual como de naturaleza colectiva. Así, dentro de esta categoría, la mayor parte de la doctrina incluye el delito de uso de información privilegiada. Ahora bien, al profundizar en delitos económicos, la teoría del bien jurídico intermedio insinúa la necesidad de equilibrio entre intereses jurídicos estatales e intereses económicos de un individuo, siendo necesario proteger ambos tipos de intereses. No obstante, se trata de preservar el orden económico en su conjunto.⁴⁴

5. El bien jurídico protegido en el *insider trading*

Después de esta distinción entre bienes jurídicos mediatos e inmediatos y bienes jurídicos individuales y colectivos, es indispensable continuar desarrollando el concepto de bien jurídico protegido, y más concretamente en el delito de uso de información privilegiada.

⁴³ *Derecho penal económico y de la empresa: Parte general*, op. cit., pp. 191 y 193.

⁴⁴ *Mercado de valores en Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursátil: Insider Trading*, op. cit., pp. 96 – 98.

5.1. Concurrencia de intereses privados e intereses públicos en el delito de uso de información privilegiada

Inicialmente es importante hacer una distinción entre aquellos que consideran que este delito de uso de información privilegiada aporta beneficios para el correcto funcionamiento del mercado de valores, y por lo tanto, no debería de ser considerado un delito, mientras que otros autores estiman la necesidad de criminalizar este tipo de operaciones con información privilegiada debido a los perjuicios que causa.

Tras un extenso estudio por parte de la doctrina sobre el bien jurídico protegido en el delito de uso de información privilegiada, los aspectos más controvertidos han dado lugar a una distinción principal. En efecto, una parte de la doctrina sostiene que el delito de *insider trading* requiere una mayor protección de intereses privados, mientras que otros advierten que la dimensión del delito ordena la defensa de intereses públicos sobre los privados, si bien es cierto, que la doctrina mayoritaria aboga por la protección tanto de intereses públicos como de intereses privados.

5.1.1. Intereses privados

Inicialmente, cuando se alude a la protección de intereses privados se hace referencia a aquellos bienes particulares de cada sociedad o de cada individuo.

a. Interés societario

Al considerar el interés de cada sociedad como interés privado que debe protegerse surgen dos teorías, que se explican a continuación.

i. Teoría del deber fiduciario

La teoría del deber fiduciario nace como consecuencia de la jurisprudencia del Tribunal Supremo de los Estados Unidos. Si bien es cierto que esta teoría no nace especialmente para perseguir el delito de información privilegiada, sí guarda una estrecha relación con el mismo.

Así, el caso Chiarella ha sido considerado como uno de los procesos que dio lugar a la teoría del deber fiduciario.^{45 y 46}

En esta ocasión, Vincent Chiarella trabajaba para la imprenta Pandick Press la cual se encargaba de editar informaciones acerca de adquisiciones y fusiones de sociedades mercantiles. Si bien es cierto que el nombre de las sociedades se encontraba falseado con la finalidad de que nadie pudiera beneficiarse de dicha información, Chiarella pudo deducir la identidad de las distintas sociedades gracias a la información contenida en otros documentos adicionales. De esta manera, Chiarella comenzó a realizar transacciones en el mercado de valores obteniendo unos beneficios de 30.000\$ en poco más de un año.

Si bien es cierto que, tras conocerse las operaciones realizadas por Chiarella, éste pactó con la SEC la devolución de las ganancias obtenidas, fue acusado por incumplimiento de la Sección 10 (b) y la Regla 10b – 5 de la SEA. En este caso, la duda planteada fue, si una persona conoce la intención de una sociedad de adquirir otra: ¿está incumpliendo la Sección 10 (b) si no revela dicha información antes de realizar transacciones relativas a dicha adquisición en la Bolsa de valores?

En primera instancia se debatió acerca del silencio por parte de Chiarella de no hacer pública dicha información. Así, el Tribunal condenó penalmente a Chiarella, al demostrar que no había revelado la información con la finalidad de obtener un beneficio propio. Sin embargo, aunque se aluden aquí a otros casos emblemáticos como *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 US 185, 197 (1976), no existía hasta el momento una resolución acerca de si el silencio del *insider* podía constituir un artificio engañoso, pues la Regla 10b-5 de manera general dispone la prevención de conductas fraudulentas. Finalmente, Chiarella fue condenado penalmente al considerar el Tribunal que se benefició de la información que había obtenido como consecuencia de su profesión.

⁴⁵ *Mercado de valores en Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursátil: Insider Trading*, op. cit., p. 11.

⁴⁶ STERN, P., “Chiarella v. United States: The Supreme Court’s Common Law Catch to Market Insider Liability under 10 b -5”, *The John Marshall Law Review*, vol.14, n° 3, 1981, pp. 862 – 869.

Sin embargo, meses más tarde, el Tribunal Supremo de los Estados Unidos revocó esta sentencia, pues consideró que no existía ninguna vinculación fiduciaria entre Chiarella y las empresas objeto de la OPA, y consideró por lo tanto que no existió una violación de la Regla 10b – 5.

El Tribunal Supremo de los Estados Unidos reconoce que el silencio en este tipo de operaciones constituye una violación de la Regla 10b – 5. No obstante, admite que la responsabilidad de revelar este tipo de información deriva de una relación de confianza entre las partes, así acepta que Vincent Chiarella no tenía el deber de revelar dicha información pues no existía una relación ni con las sociedades ni con los vendedores de valores de dichas empresas. Así, el Tribunal dictaminó que el deber de revelar información contenido en la Regla 10b–5 no surge de la mera posesión de dicha información privilegiada.

La sentencia del Tribunal Supremo de los Estados Unidos en el caso Chiarella hace alusión a otros casos de la jurisprudencia americana, por lo que cabe citar aquí el caso Cady Roberts & Co, 445 US 222, 227 (1961) en relación con la teoría del deber fiduciario.

En esta ocasión, la SEC consideró que según la Regla 10b – 5 un socio o persona vinculada con una sociedad que posea información de carácter privilegiado no debe realizar operaciones de las cuales obtenga un beneficio propio o cause un perjuicio a los inversores sin haber hecho antes pública dicha información. De esta manera, la SEC en su dictamen dejó clara su postura de la siguiente manera, “los miembros de una sociedad deben revelar hechos materiales que son conocidos por ellos en virtud de su posición, pero desconocidos por las personas con quienes tratan y que, si se conocen, afectarían a su criterio de inversión”. En su decisión de Cady, Roberts & Co, la SEC dio vista a que la relación de confianza surge entre los accionistas de una sociedad y aquellos que obtienen la información de carácter privilegiado como consecuencia de su profesión.⁴⁷

⁴⁷ Decisions and Reports of the SEC. “In The Matter of CADY, ROBERTS & CO”. File No. 8 – 3925. Promulgated November 8, 1961, p. 907 – 912.

A pesar de la claridad expuesta por el Tribunal Supremo de los Estados Unidos, el juez Burger, sin estar de acuerdo con la decisión adoptada por el máximo tribunal, desarrolló la teoría de la apropiación indebida, que se explica a continuación.⁴⁸

ii. Teoría de la apropiación indebida

Como se ha mencionado anteriormente, una de las reglas más relevantes y a la vez más controvertidas de la SEA es la Regla 10b – 5 contenida en la Sección 10 (b). A pesar de ser el voto particular de la sentencia en el caso Chiarella el que dio lugar a la teoría de la apropiación indebida, ésta no fue aplicada hasta 1997 en el caso USA vs O’Hagan.⁴⁹

James O’Hagan ejercía como abogado en el bufete norteamericano Dorsey & Whitney. No obstante, este bufete comenzó a ser dirigido por la multinacional Grand Metropolitan PLA, la cual a su vez inició una OPA por otra sociedad, Pillsbury Company. Fue entonces, cuando el abogado compró numerosas opciones sobre los valores de la sociedad Pillsbury al conocer dicha operación como consecuencia de su profesión. Sin embargo, cuando la noticia comenzó a ser publicada en los principales medios de comunicación, James O’Hagan vendió dichas opciones obteniendo así un beneficio de \$4.3 millones.

La Corte Suprema consideró que O’Hagan guardaba un deber de confidencialidad respecto de aquellas personas que le proporcionaron la información sobre la inminente OPA, pues el abogado utilizó dicha información con una finalidad; la obtención de un beneficio propio. Por lo tanto, la Corte Suprema condenó a James O’Hagan aplicando la teoría de la apropiación indebida.

Este caso supuso un giro primordial en la jurisprudencia de los EE.UU., pues fue la primera vez que el Tribunal Supremo de los Estados Unidos consideró que una persona defrauda en el momento en el que vulnera el compromiso con su informador al realizar transacciones

⁴⁸ *Mercado de valores en Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursátil: Insider Trading*, op. cit., p. 12.

⁴⁹ “Reglamentación y uso de información privilegiada en el mercado norteamericano de valores”, op. cit., pp. 116 y 117.

utilizando dicha información privilegiada. Así, la importancia de esta resolución es que a través de esta teoría se puede condenar a personas ajenas a las compañías (*outsiders*) cuando éstas obtienen beneficio propio a través del uso de información de carácter relevante.

iii. Crítica a estas teorías

Son muchos los autores que han realizado críticas tanto a la teoría del deber fiduciario como a la teoría de la apropiación indebida.

En primer lugar, en relación con la teoría del deber fiduciario, surge la cuestión sobre los posibles beneficiarios de este deber originando así tres corrientes distintas. La primera corriente considera tal deber orientado únicamente hacia la sociedad, no incluyendo así a los accionistas. La segunda postura, aunque minoritaria, considera que el deber de fidelidad existía entre los directores y empleados con los accionistas. Finalmente, un tercer sector se decanta por el *special facts approach*, es decir, la obligación derivada de la buena fe que concurre en los directores y empleados respecto de los accionistas únicamente cuando concurren hechos especiales. Sin embargo, esta última corriente cuenta con dos límites: la venta de acciones a un “no accionista” y el deber de revelar la información únicamente nace en transacciones “cara a cara”.⁵⁰

En segundo lugar, autores como PRIETO DEL PINO consideran que los intereses societarios no se encuentran recogidos en la Regla 10b–5, pues sostiene la teoría de que la apropiación indebida no ampara a los inversores y pone en riesgo la transparencia y buen funcionamiento del mercado de valores. Este autor, estima este tipo de operaciones como una acción de “competencia ilícita” que perjudica a la propia entidad a la que pertenece el *insider*.⁵¹

⁵⁰ *Mercado de valores en Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursátil: Insider Trading*, op. cit., pp. 110 y 111.

⁵¹ PRIETO, A.M., *El Derecho penal ante el uso de información privilegiada en el mercado de valores*, Aranzadi, Pamplona, 2004, p. 174.

Finalmente, en relación con la normativa española, los intereses societarios no se encuentran dentro de la esfera de protección del art. 285 CP, pues la finalidad de esta prohibición reside en la protección de intereses colectivos, y no individuales.

b. Patrimonio del inversor

Junto con los intereses societarios, el patrimonio del inversor es considerado como otro de los intereses privados que puede ser protegido como bien jurídico en relación con el delito de uso de información privilegiada. Si bien es cierto, los defensores de esta corriente admiten que al valorar el patrimonio del inversor es necesaria una conexión del mismo con el correcto funcionamiento del mercado bursátil, no siendo correcto considerarlo como un bien jurídico individual.⁵²

Así, autores como GÓMEZ INIESTA estudian el patrimonio del inversor como una pérdida de oportunidades de obtener una ganancia, pues cuando el inversor realiza operaciones en el mercado, lo hace suponiendo que el resto de sus oponentes se encuentran en las mismas condiciones que él.⁵³

i. Exclusión del patrimonio individual como bien jurídico protegido

Ante la facultad del inversor que realiza transacciones independientemente y sin conocer la información que manejan sus rivales, aparece la *theory of market uncertainty*, según la cual las operaciones se distribuyen de manera aleatoria dentro del mercado. Así, cuando un inversor está dispuesto a comprar acciones, al mismo tiempo siempre habrá otros que estén preparados para vender. Como consecuencia, no puede existir un nexo entre la acción del *insider* y el perjuicio que sufre el inversor.⁵⁴

⁵² *Mercado de valores en Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursátil: Insider Trading*, op. cit., p. 127.

⁵³ GÓMEZ, D. J., *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*. Tesis doctoral. Universidad de Castilla – La Mancha, Albacete, 1995, p. 98 y 99.

⁵⁴ *Mercado de alores en Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursátil: Insider Trading*, op. cit., p. 137.

Sin embargo, existe un amplio sector en contra de esta postura, pues para ellos no es admisible la inexistencia de nexo causal entre el comportamiento del *insider* y el menoscabo sufrido por el inversor. Así, establecen que si al inversor no se le hubiera ocultado la información y éste la hubiera conocido, probablemente no habría realizado determinadas operaciones que podrían resultar en su perjuicio propio, debiendo ser resuelta la cuestión a través de la imputación objetiva.⁵⁵

Por último, el art. 285 CP se encuentra estructurado como un delito económico y no como un delito patrimonial; protege un bien jurídico colectivo y no individual, pues lo importante es el adecuado funcionamiento del mercado de valores.

5.1.2. Intereses públicos

Cuando se alude a la protección de intereses públicos se hace referencia al bien común de la sociedad en su conjunto.

a. Modelo de protección al inversor

Continuando con la jurisprudencia norteamericana en referencia a las teorías que abogan por la protección de intereses privados, se alude al caso *Cady, Roberts & Co* al trata de desarrollar la teoría de igualdad de oportunidades en el acceso a la información.

Es en este caso, donde la SEC perfecciona la regla *disclose or abstain*, es decir, aquella persona que obtenga una información que pueda comprometer opciones sobre valores en el mercado bursátil debe abstenerse de realizar operaciones mediante las cuales a través del uso de dicha información pueda obtener una ganancia o perjudicar al resto de inversores. Sino, la segunda opción que se le proporciona al iniciado es la de revelar dicha información de manera que todos los inversores se encuentren con las mismas oportunidades a la hora de realizar transacciones en el mercado de valores.⁵⁶

⁵⁵ *El Derecho penal ante el uso de información privilegiada en el mercado de valores*, op. cit., p. 183.

⁵⁶ *Mercado de alores en Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursátil: Insider Trading*, op. cit., p. 150.

i. Igualdad de oportunidades

Tras la decisión de la SEC dentro del procedimiento administrativo en el caso Cady, Roberts & Co, los tribunales norteamericanos comenzaron a considerar la teoría sobre la igualdad de oportunidades, más concretamente la regla de *disclose or abstain*.

La primera vez que se aplicó esta teoría fue en el caso SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.⁵⁷ Este incidente tiene como protagonistas a los trabajadores de la compañía, pues al ser conocedores del descubrimiento de minerales desconocidos y de alto valor, comenzaron a comprar acciones de su propia empresa. Sin embargo, la noticia del nuevo descubrimiento fue conocido por los inversores antes de que la propia compañía lo anunciara. En ese momento la empresa emitió un comunicado falso, negando dicha información con la finalidad de continuar utilizándola en beneficio propio.

El tribunal consideró que en referencia a la Regla 10b – 5 la totalidad de los inversores tenía un acceso mas o menos igualitario a la información, pero aquellos que obtuvieron información de carácter privilegiado no podían “aprovecharse de dicha información, sabiendo que es desconocida para aquellos con los que contratan”.⁵⁸ En este caso lo primordial fue la condena por quebrantar la igualdad de oportunidades de los inversores, no solo al no revelar la información, sino porque además intentaron engañar a sus competidores publicando información engañosa.

Por otro lado, en España autores como GÓMEZ INIESTA, defienden la oportunidad perdida como detrimento de los inversores, poniendo en evidencia así que el delito de uso de información privilegiada hace peligrar bienes jurídicos colectivos pues impide el adecuado funcionamiento del mercado de valores.⁵⁹

⁵⁷ HENSLEY, D.C. “Securities Regulation – Trading by Insiders – S.E.C. v. Texas Gulf Sulphur Co”, *The William & Mary Law Review*, vol.10, nº 3, 1968, pp. 756 – 758.

⁵⁸ “Securities Regulation – Trading by Insiders – S.E.C. v. Texas Gulf Sulphur Co”, op. cit., p. 759.

⁵⁹ *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, op. cit., pp. 294 – 297.

Es cierto que algunos otros autores como PRIETO DEL PINO plantean varias críticas a la igualdad de oportunidades entre los inversores como bien jurídico protegido, pues consideran que siempre habrá individuos que conozcan la información antes que el resto. Además, sopesa que los intereses societarios deben de primar sobre los intereses del conjunto de los inversores. Sin embargo, la mayor parte de la doctrina constata que la igualdad de oportunidades conforma el bien jurídico protegido, entendiéndolo como un bien jurídico supraindividual y admitiendo que la intervención del Derecho Penal debe ir acompañada con la protección del correcto funcionamiento del mercado bursátil.⁶⁰

ii. Confianza del inversor

La confianza de los inversores se encuentra íntimamente relacionada con la igualdad de oportunidades de los mismos. Esto es así, porque muchos autores como GÓMEZ INIESTA valoran que si la persona dispuesta a realizar transacciones en el mercado no cuenta con cierto grado de confianza, la función del mercado de valores no se podría llevar a cabo. Es más, es la utilización de cierta información lo que hace peligrar esta función del mercado pues genera desilusión en los inversores respecto de sus posibilidades de ganancias.⁶¹

El problema que determinan algunos autores respecto de la confianza del inversor es que carece de entidad propia, es decir, se encuentra vinculada a la concurrencia de otro objeto. Por ello es necesario, establecer su vinculación con la igualdad de oportunidad de los inversores, y éste a su vez con el adecuado funcionamiento del mercado de valores.⁶²

b. Modelo del mercado eficiente

Como se ha ido explicando, al concebir intereses públicos como bien jurídico protegido es necesario interpretar que tanto la igualdad de oportunidades y la confianza de los inversores como el correcto funcionamiento del mercado bursátil deben ser factores que se produzcan simultáneamente.

⁶⁰ *El Derecho penal ante el uso de información privilegiada en el mercado de valores*, op. cit., pp. 196.

⁶¹ *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, op. cit., p. 289.

⁶² *Mercado de alores en Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursátil: Insider Trading*, op. cit., p. 168.

Hay en este punto una idea arraigada en la doctrina al entender el correcto funcionamiento del mercado de valores como un bien jurídico mediato y al no abandonar la intervención penal en el delito de uso de información de carácter relevante. Así, autores como MARTÍNEZ BUJÁN identifican el bien jurídico inmediato en relación con alguno de los principios que gobiernan dentro del mercado bursátil, afirmando así el carácter pluriofensivo de este delito.⁶³

IX. LA REGULACIÓN PENAL DEL USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

La reforma LO 1/2019, de 20 de febrero, se realiza con la necesidad de transponer la Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014. Como consecuencia, el art. 285 CP queda redactado de la siguiente manera:

“1. Quien de forma directa o indirecta o por persona interpuesta realizare actos de adquisición, transmisión o cesión de un instrumento financiero, o de cancelación o modificación de una orden relativa a un instrumento financiero, utilizando información privilegiada a la que hubiera tenido acceso reservado en los términos del apartado 4, o recomendarle a un tercero el uso de dicha información privilegiada para alguno de esos actos, será castigado con la pena de prisión de seis meses a seis años, multa de dos a cinco años, o del tanto al triplo del beneficio obtenido o favorecido o de los perjuicios evitados si la cantidad resultante fuese más elevada, e inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión o actividad de dos a cinco años, siempre que concurra alguna de las siguientes circunstancias:

- a) que, como consecuencia de su conducta obtuviera, para sí o para tercero, un beneficio superior a quinientos mil euros o causara un perjuicio de idéntica cantidad;
- b) que el valor de los instrumentos financieros empleados fuera superior a dos millones de euros;
- c) que se causara un grave impacto en la integridad del mercado

⁶³ MARTÍNEZ – BUJÁN, C., *Derecho penal económico y de la empresa. Parte especial*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2015, p. 355.

2. Se impondrá la pena en su mitad superior si concurriera alguna de las siguientes circunstancias:

1.^a Que el sujeto se dedique de forma habitual a las anteriores prácticas de operaciones con información privilegiada.

2.^a Que el beneficio obtenido, la pérdida evitada o el perjuicio causado sea de notoria importancia”.

3. Las penas previstas en este artículo se impondrán, en sus respectivos casos, en su mitad superior si el responsable del hecho fuera trabajador o empleado de una empresa de servicios de inversión, entidad de crédito, autoridad supervisora o reguladora, o entidades rectoras de mercados regulados o centros de negociación.

4. A los efectos de este artículo, se entiende que tiene acceso reservado a la información privilegiada quien sea miembro de los órganos de administración, gestión o supervisión del emisor o del participante del mercado de derechos de emisión, quien participe en el capital del emisor o del participante del mercado de derechos de emisión, quien la conozca con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial, o en el desempeño de sus funciones, y quien la obtenga a través de una actividad delictiva.

5. Las penas previstas en este artículo se rebajarán en un grado cuando el responsable del hecho, sin tener acceso reservado a la información privilegiada, la obtenga de cualquier modo distinto de los previstos en el apartado anterior y la utilice conociendo que se trata de información privilegiada”.

1. Teorías sobre el límite cuantitativo en el delito de uso de información privilegiada.

Infracción administrativa

En los delitos económicos suele existir una controversia sobre la necesidad de imponer una cuantía mínima como requisito para la consecución del delito. Así, el apartado a) del art. 285.1 CP recoge el límite cuantitativo para este delito. Sin embargo, no es la única condición por la cual se puede cometer el delito de uso de información privilegiada, también es posible “que el valor de los instrumentos financieros empleados fuera superior a dos millones de euros” o “que se causara un grave impacto en la integridad del mercado”.

No obstante, es cierto que la redacción anterior del CP establecía el único requisito la obtención “para sí o para un tercero un beneficio económico superior a 600.000 euros o

causando un perjuicio de idéntica cantidad”. En este sentido, la cuantía suponía un requisito indispensable para la consumación del delito.

En relación con la cuantía de los delitos económicos existen tres posturas mayoritarias. En primer lugar, aquellos que consideran la cuantía como el resultado del tipo, afirmando la punibilidad de la tentativa. En segundo lugar, otros autores abogan que la cuantía supone el límite entre el ilícito penal y el ilícito administrativo, es decir, entienden la cuantía como condición objetiva de punibilidad lo que ocasiona la impunidad de la tentativa. Finalmente, aparecen los defensores de la tesis mixta al sopesar que el sujeto activo conoce este límite al considerarlo como elemento del tipo objetivo. Además, consideran que en el delito de uso de información privilegiada no es posible determinar exactamente la cuantía que se va a obtener, por lo tanto el dolo del autor no puede estar sujeto a un margen con tanta incertidumbre.⁶⁴

Jurisprudencialmente, el TS en la sentencia número 213/1997, de 19 de abril, relativa a subvenciones, sostiene la cuantía como condición objetiva de punibilidad, es decir, admite que es el factor que diferencia la infracción penal de la administrativa. Así, en caso de no alcanzar esta cifra no podrá ser aplicable el tipo penal. Al afirmarse jurisprudencialmente que el límite cuantitativo marca la frontera entre la infracción penal y administrativa, aquellos individuos que tengan capacidad económica suficiente para invertir en la Bolsa será los únicos con posibilidades de obtener beneficios superiores a quinientos mil euros y por lo tanto ser sancionados por *insider trading*.⁶⁵

A pesar de ser la doctrina defendida por el TS, autores como JOSÉ ZAMYR defienden que la cuantía debe ser considerada como un resultado típico incluido por el dolo del autor, porque cuando el iniciado realiza una transacción utilizando información privilegiada conoce la

⁶⁴ ZAMYR, J., “Valoración político – criminal del *insider trading* como delito económico: la reforma por LO 5/2010, una oportunidad perdida”, *Revista jurídica de la Universidad Autónoma de Madrid*, nº 25, 2012, pp. 215 y 216.

⁶⁵ Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Penal, Sección 1ª) núm. 213/1997, de 19 de abril [versión electrónica – base de datos – CENDOJ. Ref. ECLI:ES:TS: 1997/2739]. Fecha última consulta: 17 de marzo de 2020.

cuantía que va a obtener con dicha operación. Asimismo, si este límite cuantitativo fuera considerado como una condición objetiva de punibilidad se producirían soluciones no satisfactorias desde el punto de vista del principio de responsabilidad subjetiva.⁶⁶

Así, la importancia de distinguir entre resultado típico o condición objetiva de punibilidad reside en que, en el primer caso si no se llega a alcanzar una ganancia superior a quinientos mil euros se puede castigar la tentativa, mientras que, en el segundo caso, no se puede perseguir la tentativa, sino que la no obtención de dicha cantidad, supone el paso a la infracción administrativa.

Para concluir, es necesario recordar que actualmente, según la redacción del CP, lo anteriormente expuesto se podría debatir siempre y cuando la única circunstancia que concurra sea la de obtener un beneficio superior a quinientos mil euros, porque si se produce alguna de las otras dos circunstancias descritas en el art. 285 b) o 285 c) CP, se puede continuar considerando la comisión del delito de *insider trading* independientemente del límite cuantitativo.

1.1. Concurrencia sanción penal y sanción administrativa: non bis in ídem

El principio *non bis in ídem*, vinculado al principio de legalidad penal, trata de impedir que un mismo hecho considerado como delito desde el punto de vista penal, y también lo sea desde el punto de vista administrativo, sufra una duplicidad de sanciones. Este principio, prohíbe desde un punto de vista material la imposición de dobles sanciones cuando exista coincidencia de sujeto, hecho y fundamento. Por otro lado, desde el punto de vista procesal, impide que un sujeto sea sometido a dos procedimientos por la comisión de una única acción, quedando supeditado el proceso administrativo a la jurisdicción penal.

En relación con el *insider trading*, es importante mencionar el Capítulo VIII de la LMV relativo a las sanciones que puede imponer la CNMV. De este modo, se permite imponer sanciones administrativas siempre y cuando exista sentencia penal firme, si bien es cierto que

⁶⁶ “Valoración político – criminal del *insider trading* como delito económico: la reforma por LO 5/2010, una oportunidad perdida”, op. cit., pp. 224 y 225.

en este caso, la CNMV tiene la obligación de remitir su expediente al juez del orden penal que esté conociendo el caso. Sin embargo, si la autoridad administrativa no envía su expediente al juez penal, se estaría vulnerando el *non bis in ídem*. No obstante, muchos autores consideran que si en la situación existe identidad de sujeto, hecho y fundamento la imposición de doble sanción, administrativa y penal, produciría una contravención del principio *non bis in ídem* al considerar que ambas normas protegen el mismo bien jurídico protegido, esto es, el correcto funcionamiento del mercado de valores y la igualdad de oportunidades para los inversores.⁶⁷

Por todo ello, y para finalizar el apartado sobre el bien jurídico protegido en el delito de uso de información privilegiada, a pesar de las diferentes críticas recogidas, se puede afirmar que el bien jurídico protegido en este delito consiste en conseguir el correcto funcionamiento del mercado de valores que obedece al respeto de la igualdad de oportunidades entre los inversores. Como consecuencia, estamos ante un bien jurídico colectivo institucionalizado, en los términos explicados anteriormente.

2. Sujeto activo

En primer lugar, a pesar de establecer tanto la Directiva 2003/6/CE como la LMV un amplio espectro de personas que pueden cometer el delito de uso de información privilegiada, la redacción del CP gozaba de un carácter más restrictivo que las normas mencionadas anteriormente debido a la posición de privilegios en la que se encuentra el iniciado. No obstante, en la actualidad se persigue poder sancionar a las personas con acceso a información relevante, independientemente de su fuente.

En su redacción anterior, el art. 285 CP establecía la prohibición de negociar haciendo uso de información privilegiada a los *insiders* primarios, incluyendo en esta categoría tanto a los *insiders* societarios, o que formaban parte de una sociedad emisora, como a los *insiders* intermedios, es decir, aquellos que por razón de su profesión hubieran tenido acceso a

⁶⁷ Mercado de alores en Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursátil: Insider Trading, op. cit., p. 506.

información de carácter relevante. Pero, aquellas personas que accedían a este tipo de información a través de los *insiders* primarios eran sancionados a través de la LMV.⁶⁸

Con motivo de la transposición de la Directiva 2014/57 y según la redacción actual del art. 285.1 CP el delito de *insider trading* no puede definirse como un delito común, sino que desde la perspectiva de los sujetos activos se trata de un delito especial pues se requieren determinadas cualidades por las que el sujeto activo tiene acceso a la información privilegiada.⁶⁹

De esta manera, el art. 285.3 CP sanciona a determinados sujetos cuya profesión goza de una relación directa con el mercado de valores. Además, los posibles sujetos que pueden cometer este delito deben de cumplir los preceptos del apartado 4 del art. 285 CP, haciendo referencia a los *insiders* primarios. Asimismo, a través del art. 285.5 CP, se permite sancionar también a aquellas personas que conozcan la información de manera casual, aunque imponiendo una pena inferior.

3. Sujeto pasivo

Al haber aclarado con anterioridad cual es el bien jurídico protegido en este delito, tiene sentido afirmar que cuando se habla de sujeto pasivo, se protege un colectivo o bien en referencia a los inversores o bien a la comunidad en un sentido genérico. Sin embargo, nunca se podrá afirmar que el sujeto pasivo es un particular puesto que, como se ha explicado anteriormente, no nos encontramos ante un delito que pueda perjudicar el patrimonio de un individuo de forma particular. Por este motivo un inversor no puede ser titular del bien jurídico protegido y, por tanto, únicamente podrá resultar perjudicado en términos de responsabilidad civil *ex delicto*. Así, será el organismo competente el encargado de denunciar los posibles casos en los que se produzca el uso de información privilegiada perjudicando el bien jurídico protegido.⁷⁰

⁶⁸ *Derecho penal económico y de la empresa. Parte especial*, op. cit., p. 359.

⁶⁹ *Derecho penal económico y de la empresa. Parte especial*, op. cit., p. 358.

⁷⁰ *Mercado de alores en Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursátil: Insider Trading*, op. cit., p. 230.

4. Consumación

Uno de los principales problemas que se plantean ante la consumación del delito es el momento en el que se perfecciona el *insider trading*. Si se tiene en cuenta únicamente el requisito del art. 285.1 a) CP es decir, el límite cuantitativo, el momento que se toma como consumación del delito es el de la obtención de un beneficio superior a quinientos mil euros, postura defendida por una infinidad de autores incluso afirmando que la cuantía se trata de una condición objetiva de punibilidad. Sin embargo, autores como GÓMEZ INIESTA, defienden que los partidarios que consideran el límite cuantitativo como una condición objetiva de punibilidad, deberían afirmar que el momento de la consumación ocurre como ocasión del incumplimiento de la norma.⁷¹

Además, existen otras alternativas para la consumación del delito. Así, se opta por la consumación el momento en el que el iniciado emite la orden de compra o venta de valores. Esta tesis ha cosechado diversas críticas porque puede dar lugar a soluciones insatisfactorias, porque independientemente de que participara un intermediario que llevara a cabo la orden del iniciado, simplemente por dar la orden, el *insider* debería ser sancionado. Esto es así, si se considera el límite cuantitativo como un resultado del tipo y no como condición objetiva de punibilidad.⁷²

En oposición a estas últimas teorías, el Tribunal Supremo consideró en el caso Alierta que la consumación del delito se produce en el momento en el cual el precio de las acciones se ve perjudicado como consecuencia de la llega de información al mercado de valores. Sin embargo, la doctrina actual del TS estipula que la consumación se produce cuando se realiza la conducta típica, pero es punible cuando se produce la condición objetiva de punibilidad.⁷³

⁷¹ *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, op. cit. pp. 213 y 214.

⁷² *Mercado de alores en Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursátil: Insider Trading*, op. cit., p. 400.

⁷³ Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Penal, Sección 1ª) núm. 1136/2010, de 21 de diciembre [versión electrónica – base de datos El Derecho. Ref. EDJ 2010/265194].

5. Dolo, tentativa e imprudencia

El dolo está caracterizado tanto por la conciencia como por la voluntad, es decir, el sujeto activo del delito conoce la conducta que va a llevar a cabo y sus consecuencias, y aún así, decide realizarla. Además, el dolo debe comprender todos los elementos del tipo.

El delito recogido en el art. 285 CP es inminentemente doloso, ya que en la mayoría de los casos el acceso a la información privilegiada por parte del sujeto activo surge como consecuencia de su profesión y función dentro de la empresa. Así, cuando el sujeto activo realiza operaciones en el mercado utilizando esta información, lo hace conociendo el perjuicio que causa tanto al resto de inversores como al correcto funcionamiento del mercado bursátil. Pero incluso cuando el sujeto activo tiene acceso a la información de manera casual y decide realizar transacciones en el mercado de valores haciendo uso de la información de carácter relevante, también lo hace conscientemente, a pesar de conocer el menoscabo sufrido por el resto de inversores y la comunidad en general.

El problema radica en no considerar que las acciones del art. 285 CP se puedan cometer con dolo eventual. No obstante, la mayor parte de la doctrina considera que este delito puede ser cometido con dolo eventual, defendiendo así autores como PRIETO DEL PINO, que el dolo debe comprender el conocimiento por parte del sujeto activo del carácter confidencial de la información y que en caso de aprovecharse de esa información se puede obtener una ganancia o causar un perjuicio al resto de la comunidad.⁷⁴

En el delito de uso de información privilegiada, la tesis del dolo guarda una estrecha relación con la tentativa. Como se ha mencionado anteriormente, en el caso de producirse la circunstancia del apartado a) del art. 285.1 CP, algunos autores tratan de defender la cuantía como un resultado del tipo, mientras que otros justifican el límite cuantitativo como una condición objetiva de punibilidad. Así, al considerarlo como un resultado del tipo se podría

⁷⁴ *El Derecho penal ante el uso de información privilegiada en el mercado de valores*, op. cit., p. 211.

castigar la tentativa, mientras que si se opta por la segunda concepción, la tentativa quedaría impune.⁷⁵

La Directiva 2014/57/UE que motiva la reforma del art. 285 CP, introduce su art. 6 de la siguiente manera: “Los Estados miembros adoptarán las medidas necesarias para asegurarse de que la tentativa de cometer cualquiera de las infracciones mencionadas en el artículo 3, apartados 2 a 5 y 7, y en el artículo 5 sea punible como infracción penal”.⁷⁶ Sin embargo, si se fijan condiciones objetivas de punibilidad en relación con los efectos de la conducta, sancionar la tentativa en este delito resulta imposible.

Finalmente, en relación con la imprudencia existen dos posturas doctrinales. Por una lado, la mayor parte de la doctrina defiende que la imprudencia no se puede dar en el delito de uso de información privilegiada. Consideran que el sujeto activo mediante la compra y venta de acciones de una sociedad utilizando información relevante, actúa intencionadamente causando un daño al resto de inversores para obtener él una ganancia. No obstante, otros se inclinan por la defensa de poder producirse la imprudencia en este delito, ya que el sujeto activo no causa intencionadamente un menoscabo a los inversores, sino que únicamente persigue la obtención de un beneficio propio. De esta manera, admiten que la imprudencia únicamente puede ser castigada mediante sanciones administrativas, adoptando el Derecho penal un carácter subsidiario ante la imprudencia.⁷⁷

6. Error de tipo o de prohibición

En Derecho penal el error puede ser de dos tipos, por un lado, error de tipo, y por otro lado, error de prohibición. El primero versa sobre el hecho constitutivo de la infracción. Si el error es vencible, se castiga como imprudente, mientras que si es invencible está exento de responsabilidad. En segundo lugar, el error de prohibición hace referencia a la ilicitud del

⁷⁵ GARCÍA, J., “El delito de abuso de información privilegiada”, *Anales de la Facultad de Derecho. Universidad la Laguna*, nº 29, 2012, p. 69.

⁷⁶ Directiva 2014/57/UE, op. cit., p. 9.

⁷⁷ *Mercado de alores en Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursátil: Insider Trading*, op. cit., p. 384.

hecho cometido, es decir, se asocia con la creencia errónea de que se actúa lícitamente; incide en la culpabilidad. De esta manera, si el error de prohibición es vencible se sanciona con la pena inferior en uno o dos grados, mientras que, si es invencible, continúa estando exento de responsabilidad.⁷⁸

En el delito de uso de información privilegiada se estudian los supuestos de error sobre los elementos normativos del tipo (información privilegiada, instrumentos negociados o mercado bursátil) existiendo varias teorías al respecto. Precisamente, en primer lugar, hay quienes abogan por considerar un error de prohibición o un error irrelevante sobre la punibilidad. Por otro lado, existen autores que defienden un error de prohibición o un error irrelevante, aunque si el error no permite conocer los supuestos de prohibición, se procederá a afirmar que nos encontramos ante un error de tipo.⁷⁹

7. Problemas concursales: artículo 284 y 442 del Código Penal

7.1. Artículo 284 Código Penal: manipulación de las cotizaciones

Tanto el delito comprendido en el art. 284 CP como el del art. 285 CP comparten la posibilidad de alterar los precios de las cotizaciones utilizando información privilegiada.

En primer lugar, hay quienes defienden un concurso de delitos cuando el iniciado utilice información privilegiada (art. 285 CP) no solamente para obtener un beneficio, sino que también tenga la intención de manipular las cotizaciones (art. 284 CP), así, el *insider* aprovecha el precio erróneo de las cotizaciones para alcanzar una ganancia. Por el contrario, otros autores abogan por un concurso ideal entre los delitos comprendidos en estos dos artículos. En segundo lugar, otra parte de la doctrina aboga por un concurso de leyes, siendo el art. 285 CP la norma principal y aplicando el art. 284 CP únicamente cuando el beneficio obtenido por el iniciado no alcance los quinientos mil euros. Finalmente, otros autores optan

⁷⁸ LANDECHO, C.M. y MOLINA, C. *Derecho penal español. Parte general*, Tecnos, Madrid, 2017, pp. 419 y 420.

⁷⁹ *Mercado de alores en Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursátil: Insider Trading*, op. cit., p. 387.

por una tesis intermedia en la cual se puede producir tanto un concurso de leyes como un concurso de delitos. No obstante, la postura más asentada defiende un concurso de delitos “pues la aplicación del art. 285 CP no abarcaría todo el desvalor del hecho”.⁸⁰

7.2. Artículo 442 Código Penal: uso de información privilegiada por funcionario público

Muchos son los autores que defienden que tanto en el delito comprendido en el art. 285 CP y el art. 442 CP, el bien jurídico protegido es diferente, por lo tanto se sostiene un concurso de delitos entre ambos como teoría mayoritaria. No obstante, hay quienes defienden un concurso de leyes.

Por un lado, se diferencia entre la confianza de los inversores para el correcto funcionamiento del mercado bursátil como bien jurídico protegido del art. 285 CP, y el correcto funcionamiento de la Administración Pública como bien jurídico protegido mediante el art. 442 CP, aunque según los antecedentes se considera que este art. se introdujo para hacer frente a la corrupción y no a la protección del mercado de valores. Por lo tanto, estos autores defienden un concurso ideal de delitos.⁸¹

No es mayoritaria la parte de la doctrina que defiende aquí un concurso de leyes, pues cuando el art. 285 CP hace referencia a “actividades profesionales” excluye a los funcionarios, que serán castigados en virtud del art. 442 CP. Sin embargo, no existe coincidencia entre los bienes jurídicos protegidos por ambos arts., por lo tanto cuando un funcionario actúa de esta manera, está quebrantando dos bienes jurídicos claramente diferenciados. Además, no quedaría abarcado el desvalor de la acción si se aplicara únicamente una de las dos categorías delictivas.⁸²

⁸⁰ *Mercado de valores en Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursátil: Insider Trading*, op. cit., pp. 432 – 436.

⁸¹ *Mercado de valores en Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursátil: Insider Trading*, op. cit., pp. 428 y 429.

⁸² “El delito de abuso de información privilegiada”, op. cit., p. 71.

8. Subtipo agravado

Con anterioridad a la reforma introducida por la LO 1/2019, de 20 de febrero que modifica algunos artículos del CP, el art. 285.2 de esta ley penal recogía el subtipo agravado del delito de uso de información privilegiada con tres situaciones excepcionales; en primer lugar, se hacía referencia a la habitualidad de esta conducta por parte del sujeto activo, en segundo lugar, se aludía al beneficio obtenido considerándolo de notoria importancia, y finalmente, advertía sobre el grave daño causado por el autor del delito.

Actualmente, según la redacción del CP, el art. 285.2 únicamente respalda dos circunstancias que pueden dar lugar a la aplicación del subtipo agravado. En primer lugar, la habitualidad de este tipo de conductas por parte del sujeto activo y en segundo lugar, el poder considerar el beneficio de notoria importancia. Así, anteriormente se consideraba como condición agravada que el autor de la conducta hubiera generado un daño suficientemente grave, aunque en la actual redacción del este artículo no se contempla como tal. En relación a la primera circunstancia agravante, es admitido por la mayor parte de los autores que supone una condición subjetiva y personal del propio sujeto que realiza la acción, por lo tanto, se produce la imposibilidad de imponer esta circunstancia a coautores o partícipes, según el art. 65.1 CP.⁸³

El TS en numerosas sentencias resuelve la duda sobre la habitualidad. Así, pone de manifiesto que es necesario realizar de manera reiterada tres o más actos de utilización de información de carácter relevante. Sin embargo, estos tres actos deben de ser comprendidos en la esfera del art. 285.2 CP, sin incluir las posibles infracciones administrativas. Además, los defensores del límite cuantitativo como condición objetiva de punibilidad defienden que si se realizan varias acciones reiteradas pero a través de cada una no se obtiene un beneficio superior a quinientos mil euros, se le impondrá al sujeto una infracción administrativa y no habrá posibilidad de acumular todas las acciones para alcanzar el límite mínimo. Finalmente, por otro parte, los autores que consideran el límite cuantitativo como un resultado del tipo, en la situación

⁸³ *Derecho penal económico y de la empresa. Parte especial*, op. cit., p. 369.

anterior no conciben la aplicación del art. 285.2.1^a, pues simplemente observan un concurso real de tentativas del delito de uso de información privilegiada.⁸⁴

La segunda y última circunstancia agravante, al contrario que lo establecido en el art. 285.2.1^a CP, ha sido considerada por autores como MARTÍNEZ – BUJÁN como una condición objetiva y no personal que puede ser aplicada no exclusivamente al autor sino también a coautores y partícipes. No obstante, la introducción de este requisito ha sido duramente criticada puesto que deja un amplio margen para la interpretación de lo que se considera como beneficio de notoria importancia.⁸⁵

Asimismo, debido a esta incongruencia en su interpretación, la doctrina ha desarrollado determinados criterios para averiguar en que casos se puede hablar de obtención de un beneficio de notoria importancia. Algunas de estas pautas son: contemplar las variaciones en las cotizaciones, la resta entre el beneficio obtenido por el *insider* y la pérdida sufrida por el resto de los inversores y las circunstancias económicas. Se considera un beneficio de notoria importancia la ganancia que dobla la del tipo básico. Finalmente, existe un acuerdo no escrito de que a la hora de determinar que puede ser considerado como un beneficio de notoria importancia se debe acudir a la jurisprudencia.⁸⁶

9. Otros artículos relacionados con la comisión del delito de uso de información privilegiada

Con la reforma mediante LO 1/2019 de 20 de febrero del Código Penal, se introducen los arts. 285 bis, 285 ter y 285 quater.

⁸⁴ *Mercado de valores en Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursátil: Insider Trading*, op. cit., pp. 466 y 467.

⁸⁵ *Derecho penal económico y de la empresa. Parte especial*, op. cit., pp. 370 y 371.

⁸⁶ *Mercado de valores en Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursátil: Insider Trading*, op. cit., pp. 472 y 473.

En primer lugar, el art. 285 bis CP sanciona la comunicación ilícita de información privilegiada cuando ponga en peligro tanto la confianza de los inversores como el correcto funcionamiento del mercado de valores. Como se ha ido avanzando, la normativa española siempre ha ido un paso por delante de la legislación europea, y a través de este artículo se permite sancionar a aquellas personas que revelen información de carácter relevante fuera de sus funciones habituales, es decir, permite imponer un castigo a todos aquellos que pongan en peligro el bien jurídico protegido aunque revelen información privilegiada fuera de su puesto de trabajo.

Gracias a esta reforma también se introdujeron en el CP los arts. 285 ter y 285 quater, que especifican los tipos de instrumentos financieros a los que extiende los artículos anteriores y examinan la condena en los supuestos de proposición, conspiración y provocación, respectivamente.

TABLA 3. Sanciones Penales en el delito de uso de información privilegiada.

Artículo	Penas
285.1 CP	Prisión: 6 meses – 6 años. Multa: 2- 5 años o el triple del beneficio o perjuicio causado. Inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión o actividad: 2- 5 años.
285.2 CP	Mismas penas a las establecidas en el artículo 285.1 CP, aplicadas en su mitad superior.
285.3 CP	Mismas penas a las establecidas en el artículo 285.2 CP, aplicadas en su mitad superior.
285.5 CP	Mismas penas a las establecidas en el artículo 285.5 CP, rebajadas en un grado.
285 bis CP	Prisión: 6 meses – 4 años. Multa: 12 – 24 meses. Inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión o actividad: 1 – 3 años.

285 quater CP	En caso de provocación, conspiración y proposición, pena inferior en uno o dos grados.
288.2 CP, en referencia a las posibles sanciones a personas jurídicas.	Multa: 2- 5 años o del triple al quíntuple del beneficio obtenido. Esto es así, si el delito cometido tiene prevista una pena de prisión superior a dos años. Multa: 6 meses – 2 años o del tanto al duplo del beneficio obtenido, en los casos restantes.

X. JURISPRUDENCIA EN ESPAÑA

Estos tres casos que se explican a continuación son los más relevantes en la jurisprudencia de nuestro país. En primer lugar, en el caso Alierta el TS admite la comisión de un delito de uso de información privilegiada, pero los imputados acabaron siendo absueltos por prescripción de la acción penal. En segundo lugar, el caso Villalonga tuvo una gran repercusión en España, pues esta investigación fue criticada por no haber sido realizada correctamente por la CNMV. Finalmente, la trascendencia del caso Asturiana de Zinc reside en que el autor del delito no llegó a materializar la ganancia obtenida.

1. Caso Alierta o caso Tabacalera⁸⁷

Cuando España se incorporó a las comunidades europeas, se produjeron varias modificaciones en la regulación del sector tabaquero. Ante esta situación y al prohibirse los monopolios comerciales, la sociedad Tabacalera SA se convirtió en la entidad dedicada a la administración y gestión de la fabricación de las labores del tabaco. No obstante, el Estado debería poseer siempre la mayor parte del capital de Tabacalera SA.

⁸⁷ Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Penal, Sección 1ª) núm. 1136/2010, de 21 de diciembre [versión electrónica – base de datos El Derecho. Ref. EDJ 2010/265194]. Fecha última consulta: 3 de marzo de 2020.

A mediados de junio de 1996, César Alierta Izuel, casado con Ana Cristina Placer Peralta, fue nombrado Presidente del Consejo de Administración de la Sociedad Estatal Tabacalera SA. Esta compañía, contaba con un Reglamento Interno que prohibía, a determinados cargos de la sociedad hacer uso de información privilegiada obtenida como consecuencia de su profesión con la finalidad de obtener beneficios propios. Sin embargo, en 1997, César Alierta, haciendo uso de su sabiduría y gracias a la información obtenida sobre el mercado de valores, intentó aprovecharse para obtener una ganancia patrimonial considerable.

Fue también en el año 1997 cuando Tabacalera SA comenzó su expansión internacional, principalmente en América. Para ello, fue necesaria la creación de una Compañía, dentro de Tabacalera SA, dedicada exclusivamente a tal fin, que recibió el nombre de Tabacalera Cigars International (TCI). En primer lugar, se llevó a cabo la compra de la totalidad de las acciones de Tabacalera San Cristóbal de Honduras y Tabacalera San Cristóbal de Nicaragua cuyo objetivo principal era la producción manual de cigarros. Así, también se llegó a un acuerdo para adquirir la totalidad de las acciones de la entidad de Norteamérica Max Rohr, dedicada a la distribución de cigarros puros. Estos sucesos, fueron comunicados a la CNMV en mayo y junio de 1997.

Esta política de expansión continuó con la adquisición de Havatampa INC, cuyas fábricas se dedicaban a la producción de tabaco. Tras esta operación, César Alierta firmó el Confidential Agreement con Havatampa. Mediante este acuerdo, Havatampa tenía la obligación de proporcionar a Tabacalera SA información relevante para poder evaluarla, mientras que Tabacalera SA se comprometió a no revelar dicha información. Posteriormente, Tabacalera SA se reunió con la entidad Salomon Brothers en calidad de asesores financieros, para iniciar el proceso de adquisición. Sin embargo, tras varias reuniones, Tabacalera SA consideró el precio demasiado elevado, por lo que Salmon Brothers pactó con Freshfield Abogados un asesoramiento en relación con la transacción, mientras que Tabacalera SA contrató a Arthur & Andersen con la misma finalidad. Finalmente, tras varias reuniones, Salmon Brothers elaboró un informe que permitió que se llegara a un acuerdo verbal sobre el precio final de las acciones de Havatampa, acuerdo que se firmó en septiembre de 1997. Es necesario mencionar, que en esta ocasión, Tabacalera SA también comunicó a la CNMV las operaciones llevadas a cabo.

Gracias a los conocimientos de César Alierta sobre la Bolsa, éste conocía el alcance que esta adquisición iba a suponer sobre el precio de las acciones de la entidad. De esta manera, César Alierta, para no verse relacionado con la compra de determinados valores, incitó a su sobrino Luis Javier Placer Mendoza para que realizara operaciones en el mercado bursátil aprovechándose de la información privilegiada que poseía como consecuencia de su puesto como Presidente del Consejo de Administración de la Sociedad Estatal Tabacalera SA.

Para llevar a cabo estas operaciones, tanto César Alierta como su mujer solicitaron una propuesta de operación de activo de crédito en cuenta corriente con garantía de valores por un valor de 400 millones de pesetas al Banco Urquijo. A estos efectos, el objeto debería ser “la adquisición de valores del IBEX, y habrían de configurarse como garantías de la operación, inicialmente, el compromiso de pignoración irrevocable de la compra de las acciones del IBEX”. Además, se debe de tener en cuenta que tanto César Alierta como su mujer, contaban con dos pólizas en el mismo banco por un valor de 60 y 200 millones de pesetas.

En mayo de 1997 el matrimonio fundó la sociedad Creaciones Baluarte SA, cuyo objeto social era participar de operaciones en Bolsa, y de la cual Ana Cristina Placer Peralta fue nombrada administradora única. Esta sociedad se creó con el motivo de ser la parte acreditada del contrato de póliza mencionado anteriormente. Sin embargo, al poco de firmarse la póliza, se notificó al Banco Urquijo el cambio de titularidad del crédito, adquiriendo Luis Javier Placer Mendoza todas las acciones de Creaciones Baluarte SA. El sobrino de César Alierta contactó con José Luis Jaime Dillet y Rafael Collada Barreno y les requirió la cantidad de 55.000.000 de pesetas para poder realizar operaciones en el mercado bursátil.

Una vez creado este complejo entramado, Luis Javier Placer Mendoza compró 13.410 acciones de Tabacalera SA por un valor de 97.476.741 de pesetas, que posteriormente vendió obteniendo un beneficio de 111.415.919 de pesetas. Además, gracias a ser conocedor de la compra de Havatampa INC, a través de Creaciones Baluarte, se adquirieron 48.948 acciones de Tabacalera SA por un importe de 388.109.640 pesetas, que se vendieron posteriormente obteniendo 609.041.230 de pesetas.

En primer lugar, la Audiencia Provincial de Madrid, absolvió tanto a César Alierta Izuel como a Luis Javier Placer Mendoza por prescripción del tipo básico del delito de uso de

información privilegiada. A pesar de haber sido absueltos, presentaron un recurso de casación ante el Tribunal Supremo por “infracción de Ley de precepto constitucional y quebrantamiento de forma por el Ministerio Fiscal”.

El TS, en respuesta al Ministerio Fiscal sobre la aplicación del apartado tercero del art. 286 CP (no aparece en la redacción actual del artículo), es decir, “que cause un grave daño a los intereses generales”, admite que el interés general hace referencia al correcto funcionamiento del mercado y la confianza del resto de inversores, como bien jurídico protegido. Sin embargo, admite que “únicamente será posible predicar un daño a la colectividad de inversores, [...], cuando el resultado del delito no resulte del aprovechamiento directo consecuencia de la subida de la bolsa, sino cuando se produzca, [...], un perjuicio económico a terceros inversores”. Por lo tanto, según el criterio del TS, dentro del subtipo agravado se deben considerar como elementos objetivos: una fuerte disminución de la cotización, la exigencia de intervención estatal o un importante colapso financiero. Finalmente, reconoce la dificultad de valorar este perjuicio de forma aislada, y en este caso se obtuvo una ganancia particular no relevante sin perjudicar a terceros, por lo que no cabe la aplicación del subtipo agravado.

Respecto a la noción de prescripción, definida en los arts. 131 y 132 CP, se admite que “el delito básico de información privilegiada tiene un plazo de prescripción de cinco años, y el correspondiente subtipo agravado, diez años”, teniendo en cuenta el plazo que corresponda al delito cometido. Como el TS descarta la aplicación del subtipo agravado para este delito, el plazo de prescripción es de cinco años. A pesar de la gran afluencia de teorías sobre el momento de consumación de delito, este Tribunal se decanta por la teoría de la revalorización de las acciones. Así, se vincula “la noticia relevante a la máxima revalorización, dentro de un período temporal en donde tal información ha conseguido ese resultado”, lo que explica que la ganancia obtenida debe ser inmediata. De esta manera, según los hechos expuestos, este momento coincide con la obtención del máximo beneficio patrimonial, es decir, el 26 de septiembre de 1997 (tras la adquisición de Havatampa INC). Por tanto, cuando se presentó la querrela, el 22 de noviembre de 2002, el delito ya había prescrito, por lo que se desestima este motivo.

En tercer lugar, el TS acaba admitiendo que a pesar de la prescripción, la información que aquí se debate coincide con que la adquisición de Havatampa INC, a pesar de haber sido comunicada a la CNMV, no era pública, por lo tanto, la información cuenta con todos los requisitos para tener carácter privilegiado. No obstante, no existe condena por el delito de uso de información privilegiada. Así, este Tribunal dispone “casamos y anulamos en la parte que le afecta, la referida Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid”. Concluye la sentencia reiterando que los hechos se encuentran prescritos y por ello, absuelve tanto a César Alierta como a Luis Javier Placer Mendoza.

2. Caso Villalonga

Juan Villalonga, presidente de Telefónica, adquirió más de 200.000 opciones sobre acciones de su compañía gracias a un crédito recibido de la entidad bancaria Argentaria. Durante el mes de enero de 1998, Juan Villalonga se reunió con directivos de la compañía “MCI–WorldCom” con la finalidad de fusionarse. Además, Alberto Cortina Alcocer, consejero de Telefónica, también adquirió acciones de la entidad mediante una sociedad creada para tal fin. Debido a la información que poseía Juan Villalonga, decidió vender sus acciones obteniendo una ganancia de 21.300.000 de pesetas.⁸⁸

Ante esta situación, Juan Fernández Armesto, Presidente de la CNMV, poco después de aconsejar a Juan Villalonga que comunicara la fusión que se iba a llevar a cabo, inició una investigación sobre las transacciones realizadas en relación con la futura compra. Sin embargo, no se logró probar que ni el presidente de Telefónica ni su consejo se hubieran beneficiado de la información que estaba en su poder, y, por tanto, el caso fue archivado.⁸⁹

3. Caso Asturiana de Zinc

Este caso fue el primero en el cual la CNMV hizo uso de la vía penal para resolver un caso relativo a información privilegiada. La CNMV detectó anomalías en la OPA emitida por la entidad suiza Xstrata SA sobre la empresa española Asturiana de Zinc SA.⁹⁰

⁸⁸ “La ética en el uso de la información privilegiada”, op. cit., p. 244.

⁸⁹ “La ética en el uso de la información privilegiada”, op. cit., p. 245.

⁹⁰ “La ética en el uso de la información privilegiada”, op. cit., p. 247.

Previamente al lanzamiento de la OPA, existieron conversaciones entre los directivos de ambas compañías con la finalidad por parte de Xstrata SA de adquirir la empresa española. Fue en enero de 2001 cuando esta información se hizo pública, y dos meses más tarde se materializó la oferta pública de acciones obteniendo Xstrata SA el 92% de los títulos. No obstante, un mes antes de darse a conocer la OPA, un miembro del consejo de administración de Xstrata SA, Thomas Max Schmidheiny, adquirió 350.000 acciones de Asturiana de Zinc SA. Posteriormente, gracias a la información obtenida como consecuencia de su cargo, Thomas Max Schmidheiny vendió sus acciones de Xstrata SA.⁹¹

Si bien es cierto que Thomas Max Schmidheiny cooperó con la justicia cuando se le requirió, fue condenado por *insider trading*. La sentencia es de conformidad, puesto que el acusado admitió los actos delictivos para obtener una reducción de la pena. La importancia de esta resolución radica en la conclusión a la que llega el tribunal en relación con la consumación del delito, pues en este caso, Thomas Max Schmidheiny no fue capaz de materializar el beneficio que podría haber obtenido al haber vendido las acciones posteriormente del incremento de las cotizaciones.⁹²

⁹¹ “La ética en el uso de la información privilegiada”, op. cit., p. 248.

⁹² *Mercado de valores en Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursátil: Insider Trading*, op. cit., p. 18.

XI. CONCLUSIONES

1. El delito de uso de información privilegiada, conocido en el ámbito bursátil como *insider trading*, *insider dealing* u operaciones de iniciados (según denominación norteamericana, británica o francesa respectivamente) está recogido en las normativas de la mayor parte de los países de la UE.
2. La regulación española del *insider trading* es relativamente reciente, si tenemos en cuenta que la primera normativa se produjo a principios del siglo XX, con la aprobación en EE.UU., de sendas leyes de valores, que pretendían evitar ciertas prácticas fraudulentas.
3. En materia de normatividad contra operaciones de iniciados destaca la regulación que ha merecido este tema en los países de la UE, fundamentalmente a través de la Directiva 2003/6/CE sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada y a las prácticas relativas al abuso de mercado.
4. En los países de Europa que hemos estudiado podemos concluir que las distintas normas en relación con el delito de uso de información privilegiada definen dicho delito de manera muy similar.
5. Sería conveniente armonizar, dentro de los diferentes cuerpos normativos de los países europeos los nuevos conceptos producidos como consecuencia de nuevas prácticas que ponen en peligro el mercado bursátil, como puede ser, por ejemplo, la definición de *outsiders*. Si bien existe una definición en las normativas de algunos Estados, no existe un concepto común en el ámbito comunitario.
6. En España, a pesar de existir numerosas investigaciones sobre este delito por parte de la CNMV, éstas han acabado con la imposición de sanciones administrativas.
7. En la actualidad, en España, sólo existe una sentencia dictada por la Sala Segunda del Tribunal Supremo, desestimada por prescripción de la acción penal.

8. Se comprueba a través de la jurisprudencia estadounidense que no considerarlo como un acto ilícito, supondría grandes fraudes de abuso de mercado por las principales entidades que participan en el mercado de valores.

9. El bien jurídico protegido por el delito de abuso de información privilegiada comprende el buen funcionamiento del mercado de valores y también, por la confianza de los inversores en dicho mercado. Por ello es un bien jurídico supraindividual o colectivo.

XII. BIBLIOGRAFÍA

LEGISLACIÓN

Directiva 89/592/CEE del Consejo, de 13 de noviembre de 1989, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada. Diario Oficial de las Comunidades Europeas, L 334/30, de 18 de noviembre de 1989.

Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado). Diario Oficial de la Unión Europea, L 96/16, de 12 de abril de 2003.

Directiva 2003/124/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación del mercado. Diario Oficial de la Unión Europea, L 339/70, de 24 de diciembre de 2003.

Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado (Directiva sobre abuso de mercado). Diario Oficial de la Unión Europea, L 173/179, de 12 de junio de 2014.

Real Decreto – ley 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. (BOE 24 de octubre de 2015).

Reglamento 596/2014: Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado) y por el que se derogan la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión. Diario Oficial de la Unión Europea, L 173/1, de 12 de junio de 2014.

JURISPRUDENCIA

Conclusiones de la Abogado General Sra. Juliane Kokott presentadas el 10 de septiembre de 2009, en el asunto C-45/08 contra Spector Photo Group, NV. [Petición de decisión prejudicial planteada por el Hof Van Beroep te Brussel]. Fecha de la última consulta: 19 de febrero de 2020.

Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Penal, Sección 1ª) núm. 213/1997, de 19 de abril [versión electrónica – base de datos – CENDOJ. Ref. ECLI:ES:TS: 1997/2739]. Fecha de la última consulta: 17 de marzo de 2020.

Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Penal, Sección 1ª) núm. 1136/2010, de 21 de diciembre [versión electrónica – base de datos El Derecho. Ref. EDJ 2010/265194]. Fecha de la última consulta: 3 de marzo de 2020.

OBRAS DOCTRINALES

COBO, M. y VIVES, T.S. *Derecho penal. Parte general*, Tirant Lo Blanch, Madrid, 1999.

GÓMEZ, D. J., *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*. Tesis doctoral. Universidad de Castilla – La Mancha, Albacete, 1995.

LANDECHO, C.M. y MOLINA, C. *Derecho penal español. Parte general*, Tecnos, Madrid, 2017.

MARTÍNEZ – BUJÁN, C. *Derecho penal económico y de la empresa: Parte general*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2007.

MARTÍNEZ – BUJÁN, C., *Derecho penal económico y de la empresa. Parte especial*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2015.

PRIETO, A.M., *El Derecho penal ante el uso de información privilegiada en el mercado de valores*, Aranzadi, Pamplona, 2004.

ZAMYR, J., *Mercado de valores en Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursátil: Insider Trading*, Edisofer, Madrid, 2013.

RECURSOS DE INTERNET

ARROYO, A. M. y VAQUERO, E., “La ética en el uso de la información privilegiada”, *Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, nº 64, 2005, pp. 225 - 250.

BAENA, N., (2002). “La regulación del abuso de mercado en Europa y en Estados Unidos” en CNMV (ed.) *Monografías nº1*, Madrid, 2002, pp. 1 – 54.

Decisions and Reports of the SEC. “In The Matter of CADY, ROBERTS & CO”. File No. 8 – 3925. Promulgated November 8, 1961, p. 907 – 918.

GARCÍA, J., “El delito de abuso de información privilegiada”, *Anales de la Facultad de Derecho. Universidad la Laguna*, nº 29, 2012, pp. 55 – 71.

HENSLEY, D.C. “Securities Regulation – Trading by Insiders – S.E.C. v. Texas Gulf Sulphur Co”, *The William & Mary Law Review*, vol.10, nº 3, 1968, pp. 755 – 760.

LÓPEZ, A.L., “Introducción a la regulación de valores en los Estados Unidos”, *E-mercatoria*, vol.7, n.2, 2008, pp. 1 – 85.

LÓPEZ, J., “El Insider Trading” en Consejo General del Poder Judicial (ed.), *Curso sobre la Nueva Delincuencia*, Madrid, 1993, pp. 1031 – 1060.

MANNE, H. G., *Insider trading and the stockmarket. Book review*, The Free Press, Nueva York, 1966.

PEROSSA, M.L., WALDMAN, P. y DÍAZ, D.S., “Reglamentación y uso de información privilegiada en el mercado norteamericano de valores”, *Revista Academia y Virtualidad*, vol. 8, nº 1, 2015, pp. 111 – 120.

STERN, P., “Chiarella v. United States: The Supreme Court’s Common Law Catch to Market Insider Liability under 10 b -5”, *The John Marshall Law Review*, vol.14, nº 3, 1981, pp. 847 – 872.

ZAMYR, J., “Valoración político – criminal del *insider trading* como delito económico: la reforma por LO 5/2010, una oportunidad perdida”, *Revista jurídica de la Universidad Autónoma de Madrid*, nº 25, 2012, pp. 211 – 219.