



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

EL DELITO DE *INSIDER TRADING*

NUEVA REGULACIÓN, JURISPRUDENCIA Y PERSPECTIVAS DE FUTURO

Autor: Diego Cortés González

5° E-3 A

Derecho Penal

Tutor: María Teresa Requejo Naveros

Madrid

Junio, 2019

ABREVIATURAS UTILIZADAS

LMV	Ley del Mercado de Valores.
CP	Código Penal.
STS	Sentencia del Tribunal Supremo.
SAN	Sentencia de la Audiencia Nacional
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores.

RESUMEN

España, como miembro de la Unión Europea, ha tenido que hacer frente a lo largo de su historia a múltiples retos que la economía mundial, globalizada, le ha planteado.

Desde la creación de un mercado financiero y a la par que este se ha ido volviendo cada vez más complejo, desde Europa se ha promovido la adaptación de los ordenamientos jurídicos de los países miembros a esta realidad, ocupando un papel especialmente relevante las cuestiones relativas al delito de abuso de información privilegiada.

Este trabajo de fin de grado (en adelante, TFG), tiene tres objetivos principales:

El primero de ellos, presentar un texto en el que se exponga de forma cronológica los pasos que ha ido dando la Unión Europea en la regulación de este delito.

El segundo, analizar el tipo delictivo en España hasta la reforma del Código penal, que entró en vigor el 13 de marzo de 2019, así como un analizar y valorar las sentencias más relevantes existentes en España, dedicando un apartado especial al caso Tabacalera.

Y finalmente, el tercero de ellos, marcado por las circunstancias, pues la regulación fue dictada y entró en vigor durante la elaboración del TFG, supone la elaboración de un texto en el que se analice, compare y contraste la Ley Orgánica 1/2019, de 20 de febrero, por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal, para transponer Directivas de la Unión Europea en los ámbitos financiero y de terrorismo, y abordar cuestiones de índole internacional, con la anterior regulación.

PALABRAS CLAVE

Delito, información privilegiada, tabacalera, Ley Orgánica 1/2019, resultado del tipo, condición objetiva de punibilidad.

ABSTRACT

Throughout its history, Spain, as a member of the European Union, has had to face many challenges posed by the globalised world economy.

Since the creation of a financial market and at the same time as it has become more and more complex, Europe has promoted the adaptation of the legal systems of member countries to this reality, with a particularly relevant role for issues relating to the crime of abuse of privileged information.

This end-of-grade work (hereinafter referred to as TFG) has three main objectives:

The first of them is to present a text in which the steps taken by the European Union to regulate this crime are presented in chronological order.

The second is to analyse the type of crime in Spain until the reform of the Penal Code, which came into force on 13 March 2019, as well as to analyse and assess the most relevant sentences existing in Spain, with a special section devoted to the Tabacalera case.

And finally, the third of them, marked by the circumstances, since the regulation was dictated and entered into force during the drafting of the TFG, involves the drafting of a text that analyzes, compares and contrasts Organic Law 1/2019 of 20 February, amending Organic Law 10/1995 of 23 November on the Criminal Code, to transpose European Union Directives in the areas of finance and terrorism, and address issues of an international nature, with the previous regulation.

KEY WORDS

Crime, insider trading, tobacco, Organic Law 1/2019, result of type, objective condition of punishability.

ÍNDICE DE CONTENIDO

1. IDEAS PRELIMINARES	6
1.1 Concepto y cuestiones terminológicas	6
1.2 Origen y evolución del insider trading, perspectiva europea.....	7
1.2.1 La Directiva 89/592/CEE, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada.....	8
1.2.2 La 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)	9
1.2.3 La 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).....	11
2. ANÁLISIS DEL TIPO HASTA LA REFORMA DEL CÓDIGO PENAL	14
2.1 El bien jurídico protegido	14
2.2 Análisis del tipo penal	14
2.2.1 Tipo objetivo	14
2.2.2 Tipo subjetivo.....	18
2.3 Iter Criminis	19
2.4 Tipos Agravados.....	22
2.5 Concursos	23
3. CASO TABACALERA	23
3.1 Hechos.....	23
3.2 Fundamentos de derecho	24
3.3 Fallo	28
4. JURISPRUDENCIA DESDE TABACALERA.....	28
4.1 STS 27 de septiembre de 2011.....	28
3.1.1 Hechos	29
3.1.2 Fundamentos de derecho.....	30
3.1.3 Fallo.....	31

3.1.4 Conclusiones.....	31
4.2 STS 491/2015, 23 de julio de 2015.....	31
4.2.1 Hechos probados.....	32
4.2.2 Fundamentos de derecho.....	33
4.2.3 Fallo.....	34
4.2.4 Conclusiones.....	34
4.3 SAN 1/2014, de 15 enero.....	34
4.2.1 Hechos probados.....	35
4.2.2 Fundamentos de derecho.....	36
4.2.3 Fallo.....	38
4.3.4 Conclusiones.....	39
5. MODIFICACIÓN DEL CÓDIGO PENAL	40
6. CONCLUSIONES. PONER PUERTAS AL CAMPO.....	44
7. BIBLIOGRAFÍA.....	48
8. ANEXO LEGISLATIVO.....	50
9. ANEXO DE JURISPRUDENCIAL.....	51

1. IDEAS PRELIMINARES

1.1 Concepto y cuestiones terminológicas

Previo a realizar un examen del contenido del delito de *insider trading*, es necesario realizar una serie de apuntes terminológicos, así como repasar el origen de este concepto.

Los delitos contra el mercado y contra la libre competencia, tienen como objeto la tutela de un bien jurídico supraindividual de naturaleza socioeconómica. La tutela de este bien jurídico, referido a la salvaguardia de determinadas reglas de funcionamiento del mercado, está dirigida a garantizar las características propias de una economía de libre mercado.

De origen anglosajón, el término de *insider trading* es definido como una figura clásica dentro del derecho penal económico, consistente en la utilización de información relevante para la cotización de un valor bursátil, obteniendo un beneficio¹.

Del análisis etimológico del concepto se entiende que el acceso a esta información es conseguido, *a priori*, por razón de la posición que el sujeto ostenta dentro de la estructura orgánica o funcional de una sociedad (miembros del consejo de administración, accionistas directores, etc.). Sin embargo, tanto la doctrina como la legislación de múltiples países ha recogido dentro del concepto de *insider* también a las personas que, siendo ajenas a dicha sociedad, tienen acceso a información privilegiada a través de otras vías².

Para buscar una definición del término información privilegiada podemos acudir tanto a la normativa europea como a la nacional. El Código Penal ofrece en su artículo 442.2 una definición en relación con su uso en la función pública: “A los efectos de este artículo, se entiende por información privilegiada toda información de carácter concreto que se tenga exclusivamente por razón del oficio o cargo público y que no haya sido notificada, publicada o divulgada”.

¹ Zabala López-Gómez, C., *Los delitos bursátiles*. La Ley, grupo Wolters Kluwer, 2011, p. 248.

² Oliver Alfonso M. D., “Aspectos Legales y Financieros del Insider Trading”, *Actualidad Financiera*, Nº. 35, 1990, p. 2172, considera que el *insider trading* es un “término amorfo”.

Por otra parte, la Ley del Mercado de Valores³ (en adelante, “LMV”) en su artículo 81 establece que:

Se considerará información privilegiada toda información de carácter concreto que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros de los comprendidos dentro del ámbito de aplicación de esta ley, o a uno o varios emisores de los citados valores negociables o instrumentos financieros, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación.

En el siguiente apartado se tratará la evolución de este concepto en la legislación europea hasta febrero de 2019.

1.2 Origen y evolución del *insider trading*, perspectiva europea

Como punto de partida, el deseo comunitario de regular este tipo de actuaciones da comienzo con la redacción de la Recomendación de un Código de Conducta Europeo relativo a las transacciones de valores mobiliarios de 1977⁴. En esta Recomendación se expresa la obligación que tiene toda persona que, a consecuencia de su profesión, posee información que puede afectar a la cotización que tiene un valor bursátil, de abstenerse de su uso o transacción, antes de que dicha información sea pública. Sin embargo, dado que se trata de una mera recomendación, no tuvo carácter preceptivo ni vinculante, lo que le restó relevancia práctica.

En este sentido, es preciso indicar que las operaciones con información privilegiada también son reguladas por otras directivas de manera indirecta, las cuales no me detendré a analizar, dada la escasa relevancia para el objeto de este trabajo⁵⁶.

³ Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. («BOE» núm. 255, de 24/10/2015).

⁴ Recomendación de la Comisión, de 25 de julio de 1977, por la que se establece un Código de conducta europeo relativo a las transacciones referentes a los valores mobiliarios (DOCE» núm. 212, de 20 de agosto de 1977)

⁵ Directiva 79/279/CEE del Consejo, de 5 de marzo de 1979, sobre coordinación de las condiciones de admisión de valores mobiliarios y a cotización oficial en una bolsa de valores (DOCE, L 66).

⁶ Directiva 82/121/CEE del Consejo, de 15 de febrero de 1982, relativa a la información periódica que deben publicar las sociedades cuyas acciones sean admitidas a cotización oficial en una bolsa de valores (DOCE, L 100).

No será hasta 1989, cuando se trate de regular por medio de directivas el abuso información privilegiada. Este deseo armonizador se materializará por primera vez en la Directiva comunitaria 89/592 del Consejo, de 13 de diciembre de 1989, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada, derogada y reemplazada por la Directiva 2003/6/CE, sobre la información privilegiada y el abuso de mercado y siendo esta última, a su vez, derogada y reemplazada por la 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).

1.2.1 La Directiva 89/592/CEE, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada

El delito de abuso de información privilegiada constituye la primera figura típica que se armonizó en toda la Europa comunitaria⁷. La Directiva 89/592/CE constituye la primera Directiva que de manera vinculante regula este tipo delictivo⁸.

La Directiva está fundamentada y motivada principalmente sobre un único concepto. Este concepto es **la confianza**. La Directiva considera primordial la existencia de confianza entre los distintos agentes del mercado para garantizar el correcto funcionamiento de este. Además, se determina que esa confianza se basa, entre otras cosas, en la garantía dada a los inversores de que, en el mercado al que afecta la Directiva, operarán en igualdad de condiciones y de que estarán protegidos contra el uso ilícito de la información privilegiada⁹.

Por otro lado, dado que la directiva considera que la posesión de información privilegiada por parte de algunos inversores pone en riesgo la confianza en el mercado, establece que cada Estado miembro ha de prohibir cualquier operación que implique adquirir o ceder por cuenta propia o ajena, ya fuera directa o indirectamente, los valores

⁷ Zabala López-Gómez, Carlos. *Los delitos bursátiles*. La Ley, grupo Wolters Kluwer, 2011, p. 248.

⁸ 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 n° L 334).

⁹ Cfr. Considerandos 5 y 6.

del emisor o de los emisores afectados por dicha información privilegiada explotándola con conocimiento de causa¹⁰, aquellos afectados por la siguiente enumeración:

1. Por su condición de miembros de los órganos de administración, de dirección o de control del emisor.
2. Por su participación en el capital del emisor.
3. Por tener acceso a dicha información debido al ejercicio de su trabajo, de su profesión o de sus funciones.

1.2.2 La 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)

Como hormigón en una estructura, la Directiva 2003/6/CE¹² afianzó desde el momento de su entrada en vigor, las bases de la regulación de las operaciones con información privilegiada. Esta Directiva no solo establece un concepto de *insider trading* mejorado, sino también se encarga de englobar en dicho concepto otras categorías de actuaciones que hasta la entrada en vigor del texto no se habían tenido en cuenta.

En su parte considerativa ya se indica una definición de lo que ha de ser entendido como información privilegiada:

La información privilegiada es toda información de **carácter concreto**, que no se haya hecho pública y que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros. La información que pueda tener un efecto significativo en la evolución y la formación de los precios de un mercado regulado como tal puede considerarse como información relacionada indirectamente con uno o más emisores de instrumentos financieros, o con uno o varios instrumentos financieros derivados con ellos relacionados¹³.

¹⁰ Cfr. art. 2.

¹² 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 n° L 096).

¹³ Cfr. Considerando 16.

De igual manera, también en la parte considerativa se prescribe que el objetivo de la legislación contra el *insider trading* es garantizar la integridad del mercado comunitario y la confianza de los inversores en el mismo. Bajo estos preceptos se entiende que es necesario adoptar unas normas comunes a fin de combatir tanto las operaciones con información privilegiada como la manipulación del mercado.

Ya profundizando en el articulado de la Directiva, será el artículo 1 el que establezca lo que deberemos de entender como información privilegiada en su primer párrafo:

- 1) Información no pública y de carácter **concreto**.
- 2) En relación con uno o varios emisores o instrumentos financieros.
- 3) Que, de hacerse pública, podría influir de manera notable sobre la cotización de esos instrumentos financieros o sobre la cotización de instrumentos financieros derivados relacionados con ellos¹⁴.

La importancia de esta Directiva, tal como se ha indicado *supra*, no solamente se entiende en cuanto al desarrollo en mayor profundidad del concepto de *insider trading*, sino que también radica en la regulación de algunas de lagunas normativas de las cuales adolecía la anterior Directiva.

Dentro de estas lagunas normativas se encuentra el *front running*¹⁵ o tratamiento de información generada en los casos de *Due Diligence*. En definitiva, se hace un esfuerzo para que la regulación abarque el mayor número de actuaciones que una persona con acceso a información no pública pueda llevar a cabo.

En relación con esto, la Directiva también concreta el círculo de sujetos a quienes afecta la prohibición, siendo aquellos que se encuentren en posesión de la información descrita en el primer párrafo del artículo 1:

¹⁴ Cfr. Artículo 1.

¹⁵ Concepto por el cual se describe la actuación por la cual un bróker, haciendo uso de la información proporcionada por un cliente o por la misma empresa para la cual trabaja, opera en el mercado con un conocimiento previo de la posible cotización futura con respecto a los valores con los que está operando. Kenton, Will, 2018. Front Running. En: *Investopedia* [en línea]. Disponible en: <https://www.investopedia.com/terms/f/frontrunning.asp> [consulta: 21 marzo 2019].

- a) Por su condición de miembro de los órganos de administración, gestión o control del emisor;
- b) Por su participación en el capital del emisor;
- c) Por tener acceso a dicha información debido al ejercicio de su trabajo, de su profesión o de sus funciones, o
- d) Debido a sus actividades delictivas¹⁶

Dentro de la delimitación subjetiva del tipo, es importante reseñar la inclusión del último punto referido a la obtención de la información privilegiada debido a actividades delictivas. Este apartado, inexistente en la anterior regulación, tiene como consecuencia directa el castigo de aquellas personas que bien por robo, sobornos u otros actos delictivos obtenían dicha información privilegiada y operaban en atención a esta.

En el artículo 14 de esta Directiva también se encuentra otro de sus puntos diferenciales en relación con la anterior regulación y es la inclusión de la necesidad de imposición de **medidas o sanciones administrativas concretas**, a las personas responsables cuando no se hayan cumplido las disposiciones adoptadas con arreglo a la directiva.

1.2.3 La 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)

La Directiva 2014/57¹⁷ forma parte del paquete integrado también por el Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado, el cual a su vez ha sido completado por dos normas derivadas que son el Reglamento Delegado (UE) 2016/522 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2015 y el Reglamento Delegado (UE) 2016/957 de la Comisión, de 9 de marzo de 2016.

¹⁶ Cfr. Artículo 2.

¹⁷ 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. (DOCE, L173/179).

Para 2014, la regulación de la información privilegiada en el ámbito europeo goza de cierta madurez. Tal como se ha ido detallando *supra*, hasta esta Directiva 2014/6/UE la regulación comunitaria había estado centrada en la búsqueda de un concepto común de *insider trading* a fin de garantizar la confianza de todos los agentes económicos en el mercado comunitario.

Sin embargo, si atendemos a la parte considerativa, esta Directiva nace con el objetivo de, lejos de querer desarrollar más el concepto en sí de información privilegiada, que se mantiene¹⁸, buscar un mayor castigo de aquellas actuaciones llevadas a cabo mediante su uso, es decir, nace con una **finalidad fundamentalmente sancionadora**.

Esta Directiva, apoyándose en el hecho de que tras la entrada en vigor de la Directiva 2003/6/CE, no muchos Estados miembros establecieron sanciones penales para algunas formas de infracciones graves de la normativa nacional por la que se transponía la mencionada normativa comunitaria, establece la necesidad de prever sanciones penales al menos en aquellos casos en los que exista intencionalidad habiendo sido el supuesto de hecho catalogado como “caso grave”¹⁹²⁰. Se abandona por lo tanto la fórmula “sin perjuicio del derecho de los Estados a imponer sanciones penales” para dichos casos.

Además, a diferencia de la Directiva de 2003, la regulación actual prevé expresamente la posibilidad de que las personas jurídicas incurran en responsabilidad penal cuando las infracciones hayan sido cometidas en beneficio de aquellas **por cualquier persona**, ya sea a través de una actuación a título individual o como parte de un órgano de la persona jurídica, y **que ocupe un cargo directivo dentro de la persona jurídica**, basadas bien en su poder de representación, en su facultad de tomar decisiones en nombre de la persona jurídica, o en su facultad de ejercer control dentro de la persona jurídica.

¹⁸ Aunque es cierto que aclara el término de “operación con información privilegiada”, que ahora va a comprender también la modificación o cancelación de órdenes formuladas. Además, se va a considerar operaciones con información privilegiada aquellas basadas en el uso de recomendaciones o inducciones para realizar la operación cuando la persona que emite dichas recomendaciones o inducciones conozca o deba conocer que se basan en información privilegiada.

¹⁹ García Pedroviejo, J., “Nuevo marco jurídico europeo en materia de abuso de mercado”. *Actualidad Jurídica* [en línea]. Madrid: Dykinson, no 38, pp. 140-142, 2014 [consulta: abril 2108]. ISSN 1578-956X. Disponible en: <http://eds.b.ebscohost.com/eds/pdfviewer/pdfviewer?vid=1&sid=46112188-6f66-4048-9a2d-e59a630806d5%40sessionmgr101>.

²⁰ Cfr. Artículo 5.

Es necesario apuntar, que no todo uso de información privilegiada va a ser considerado ilícito, solo lo será aquel que pueda vulnerar la integridad de los mercados o la confianza de los inversores²¹.

Un ejemplo de conducta no ilícita es el uso de información privilegiada cuando se actúa existiendo *chinese walls* o murallas chinas. La expresión metafórica “murallas chinas” se usa para describir las reglas internas a través de las cuales una entidad intenta aislar la información privilegiada que posee en un departamento a fin de evitar su difusión por toda la empresa y gestionar los conflictos de interés²². De igual modo va a pasar con la información obtenida con ocasión de una OPA, siempre que, en el momento de aprobación de la fusión o aceptación de la OPA, la información hubiese dejado de considerarse como privilegiada.

Para finalizar, una de las novedades más remarcables es, sin lugar a duda, la consideración de **punibilidad de la complicidad y la incitación, así como de la tentativa**. Esta modificación será tratada en subsiguientes apéndices de este trabajo.

La entrada en vigor de esta Directiva 2014/57, marca un antes y un después en la punibilidad del *insider trading* en sus vertientes más graves. No solo refuerza la armonización de la regulación de esta conducta, sino que, en consecuencia, refuerza la confianza de inversores y demás agentes, en el mercado comunitario.

Tras el análisis de la regulación del tipo delictivo a nivel europeo, en lo referente a la regulación en España, pese a no observarse a nivel doctrinal ningún problema, hasta la Ley Orgánica 1/2019²³ un gran sector de la doctrina consideraba indudable la falta de técnica en la elaboración del artículo 285 del Código penal, lo que hacía que fuese muy limitada su aplicación jurisprudencial.

²¹ Sentencia del Tribunal de Justicia C-45/08 (Sala Tercera), 23 de diciembre de 2009.

²² Gorman, C. M., “Are Chinese Walls the best solution to the problems of insider trading and conflicts of interest in broker-dealers”. *Fordham J. Corp. & Fin. L.*, 2003, vol. 9, p. 475.

²³ Ley Orgánica 1/2019, de 20 de febrero, por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal, para transponer Directivas de la Unión Europea en los ámbitos financiero y de terrorismo, y abordar cuestiones de índole internacional.

2. ANÁLISIS DEL TIPO HASTA LA REFORMA DEL CÓDIGO PENAL

Como se analizará en el apartado 5 de este trabajo, la reforma del Código penal que ha entrado en vigor en marzo de 2019 va a afectar a elementos tan importantes como son la punibilidad de la tentativa, la naturaleza del límite cuantitativo y la cuantía del citado límite. Sin embargo, a fin de poder analizar la trascendencia de esta nueva regulación, se procede a realizar un análisis del tipo vigente en el inicio de la redacción de este trabajo de fin de grado.

2.1 El bien jurídico protegido

Atendiendo a la opinión doctrinal dominante, el bien jurídico protegido es el **correcto funcionamiento del mercado de valores**²⁴ tomando especial relevancia aquello que tiene que ver con la integridad del mercado, así como la concurrencia en igualdad de oportunidades de los inversores y su protección. La confianza de los inversores es una de las piezas clave sobre las que se decide justificar la redacción del tipo delictivo.

No obstante, la unanimidad doctrinal no es plena en cuanto al bien jurídico protegido pues, parte de la doctrina entiende que también pueden ser bien jurídico protegido los intereses de las empresas que recurren al ahorro, así como el patrimonio individual de los inversores.

Dada esta falta de uniformidad doctrinal se puede concluir que se trata de un **bien supraindividual difuso** cuyo titular es la colectividad de inversores²⁵.

2.2 Análisis del tipo penal

2.2.1 Tipo objetivo

2.2.1.1 Acción típica

²⁴ Martínez-Buján Pérez, C., *Derecho Penal económico y de la empresa, parte especial*, 3ª ed., Tirant lo Blanch, Valencia 2011, p. 250.

²⁵ Molina Fernández, F., *Memento Penal 2019*, 12036, Francis Lefebvre, Madrid, 2019.

Del análisis del tipo se puede extraer que los elementos exigidos son los que siguen:

a) **Usar la información reservada o suministrarla a otro.** Este uso ha de ser entendido como abuso, es decir, una negociación indebida²⁶. El uso indebido de esta información supone una infracción del deber de lealtad y fidelidad, a través de la compra y posterior venta de valores o instrumentos financieros.

Por su parte, la conducta consistente en suministrar información a otra persona fue incluida para completar la laguna que se generaba en caso de que no fuera el *insider* el que usara dicha información. Supone proporcionar información relevante como elemento preciso para obtener un beneficio o causar un perjuicio. **No será suficiente aconsejar** considerando la información, sin transmitirla directamente al receptor del consejo o asesoramiento.

b) **Haber tenido acceso a dicha información de forma reservada**, es decir, con ocasión de la actividad empresarial o profesional;

c) **Que la información poseída y acorde a la cual se operó afecte a valores o instrumentos negociados en algún mercado organizado, oficial o reconocido;**

d) Que fruto del uso o suministro de esa información se haya generado un **beneficio superior a 600.000 euros, o un perjuicio económico de idéntica cantidad a un tercero.**

Precisiones

De manera mayoritaria, doctrina y jurisprudencia han ido de la mano considerando que los verbos usar y suministrar son verbos **eminente** **activos**²⁷, lo que elude la cabida de comisión por omisión. En consecuencia, ejemplos como no llevar a cabo una operación que se tenía planificada por el uso de dicha información, quedaría fuera del tipo y por tanto despenalizada. Si bien es cierto que parte de la doctrina se postula a favor de que estos *insiders non trading* sean abarcados por el verbo usar.

²⁶ Loc. Cit. Martínez-Buján Pérez, C.

²⁷ Choclán Montalvo, J. A., “Protección penal del sistema financiero”. *La Ley: Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía*. No.4, 2003, pp. 1885-1899. ISSN 0211-2744.

Por otro lado, si atendemos a lo establecido en el apartado primero del artículo 285, “o la suministrare **obteniendo para sí o para un tercero** un beneficio económico superior a 600.000 euros o causando un perjuicio de idéntica cantidad” se entiende que el beneficio tiene que radicar en favor del propio *insider* o del tercero al que se le suministra la información. La falta de técnica en la redacción del tipo excluye además el castigo de aquel supuesto en el que se comunica a otra persona una información, usándola este en beneficio de un tercero.

El uso o suministro de la información tiene que tener relevancia en la cotización de los productos negociados en el mercado oficial, organizado o reconocido. El artículo 285 hace referencia a “mercado organizado, oficial o reconocido”. Sin embargo, tal como elogia Carlos Zabala²⁸, la LMV hace referencia a estos mercados oficiales y reconocidos como “**mercados de valores**”, lo que no excluye determinados mercados no abarcados por el concepto de mercado organizado.

La relevancia que pudiere tener la información no hecha pública sobre la cotización del valor ha de ser valorada desde el **punto de vista previo a la revelación** de dicha información reservada. De esta manera se puede estimar si tal información hubiera afectado de forma notoria a la cotización del valor de haberse hecho pública cuando fue utilizada por el autor.

Para finalizar, hasta la entrada en vigor de la Ley Orgánica 1/2019²⁹ era muy relevante el análisis de la cuestión relativa a la naturaleza de resultado del delito o de condición objetiva de punibilidad del perjuicio o beneficio exigido en el tipo, sin embargo, dicho debate ha sido zanjado por la mencionada ley estableciendo finalmente la **naturaleza de resultado del delito**, a la cual se hará referencia en los siguientes apartados del trabajo.

Gran parte de la doctrina se inclina por considerar este perjuicio o beneficio como una **condición objetiva de punibilidad** por razones tanto gramaticales (el uso del

²⁸ Loc. Cit. Zabala López-Gómez, C.

²⁹ Ley Orgánica 1/2019, de 20 de febrero, por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal, para transponer Directivas de la Unión Europea en los ámbitos financiero y de terrorismo, y abordar cuestiones de índole internacional. («BOE» núm. 45, de 21 de febrero de 2019, páginas 16698 a 16712 (15 págs.)).

gerundio en vez del futuro de subjuntivo³⁰), como funcionales, dogmáticas, político-criminales y sistemáticas.³¹ Atendiendo a las palabras de Martínez-Buján, “al emplear asimismo el gerundio (“obteniendo”...) para describir el resultado material, lo que se está expresando es que la obtención ha de ser imputada al propio insider primario³²”. En este sentido además se añade la dificultad procesal de probar que la conducta dolosa se dirigió a la consecución de un resultado superior a la cuantía de 600.000€.

2.2.1.2 Sujeto

2.2.1.2.1 Activo

El delito de abuso de información privilegiada es un **delito especial propio**³³. El número de posibles sujetos activos se va a ver limitado al estrecharse únicamente a aquellas personas que, en términos anglosajones se denomina *insiders*, traducido como “empleados” (miembros del órgano de administración, dirección y demás trabajadores de la sociedad emisora) que hayan tenido acceso a dicha información reservada.

El autor del delito solo puede serlo aquel que, con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial, haya tenido acceso reservado a cualquier tipo de información relevante para la cotización de cualquier clase de valores o instrumentos negociados.

No obstante, el círculo de sujetos activos idóneos no se limita a la persona del *insider* societario, sino que abarca también a aquellas personas que, sin formar parte de la sociedad emisora hayan tenido acceso reservado a la información privilegiada debido a su actividad empresarial o profesional, pública o privada, lo que implica un concepto “intermedio” de *insider*³⁴. Ejemplo de ello serían aquellos intermediarios entre la sociedad emisora y otra empresa.

³⁰ Sanz, J., “El delito de abuso de información privilegiada”. En *Anales de la Facultad de Derecho*. Servicio de Publicaciones, 2012. p. 55-71.

³¹ Rodríguez Mourullo, G., “La criminalización del uso de información privilegiada entre el sí y el no”, en: *Anales de la Real Academia de jurisprudencia y legislación*, nº 37, Madrid, 2007, p. 607-608.

³² Martínez-Buján Pérez, C., *Derecho penal económico y de la empresa*, Tirant Lo Blanch, p. 169.

³³ Sentencia de la Audiencia Nacional AN 23-12-14, EDJ 223380

³⁴ Martínez-Buján Pérez, C., *Derecho penal económico y de la empresa*, Tirant Lo Blanch, p. 169.

En ningún caso cabe considerar como autor del delito a personas ajenas a la actividad profesional o empresarial en cuyo ejercicio se tiene acceso a la información privilegiada, los denominados *outsiders*.

Para finalizar, indicar la atipicidad de aquel considerado iniciado secundario, que suministre a otro la información privilegiada, salvo que dicha actuación fuera realizada por un funcionario³⁵ o pudiera subsumirse en el delito tipificado en el artículo 284 del Código Penal.

2.2.1.2.2 Pasivo

El sujeto pasivo de este delito es un sujeto pasivo colectivo. Por lo tanto, el tipo delictivo está dirigido a una **generalidad difusa de inversores**.

2.2.1.3 Objeto material

El objeto material viene constituido por la información relevante para la cotización de cualquier clase de valores o instrumentos negociados en algún mercado organizado, oficial o reconocido.

A esta información, como se detalló en apartados anteriores, el autor ha de haber tenido un acceso reservado, lo que confiere el carácter de confidencial a dicha información. Sin embargo, la redacción dada en el artículo 285 del Código Penal en vigor hasta marzo de 2019 no ofrece mayores concreciones, para las cuales serían recomendables las realizadas en la LMV.

2.2.2 Tipo subjetivo

Se trata de un delito en el que únicamente cabe la **comisión dolosa**, siendo suficiente el dolo eventual³⁶. El dolo debe abarcar la producción del resultado (obtener un beneficio o causar un perjuicio económico).

³⁵ Artículo 418 del Código Penal.

³⁶ SAP Barcelona 6ª 27/2010, absolución por no acreditar suficientemente el conocimiento previo del precio al que se iban a ofertar las acciones.

Sin embargo, este beneficio o perjuicio, tal como indica la sentencia del Tribunal Supremo del 23 de agosto de 2015³⁷, también denominado el “Caso Parquesol”, jurisprudencialmente ha tenido la consideración de **condición objetiva de punibilidad**, y no precisa de ser abarcada por el dolo del autor. Esta sentencia será tratada más adelante.

Los supuestos de **error de tipo** –vencible o invencible–, al no estar prevista la comisión imprudente del tipo, y a la vista de lo establecido en el art. 14.1 del Código penal, quedan por lo tanto exentos de pena.

2.3 Iter Criminis

En la redacción de la conducta típica realizada en el artículo 285 del Código Penal, se hace referencia a la causación de un perjuicio o a la obtención de un beneficio económico que ha de ser superior a 600.000€.

Respecto a la caracterización de este elemento ha existido hasta la entrada en vigor de la Ley Orgánica 1/2019 un debate doctrinal entre quienes entendían que nos encontrábamos ante un **resultado típico** y quienes por su parte consideraban que se trataba de una condición objetiva de punibilidad.

Por un lado, nos encontramos con autores que defienden la naturaleza de simple delito de resultado como Jose María Luzón Cuesta³⁸. Esta postura requiere que entre el uso de información privilegiada y el resultado exista un nexo causal abarcable por el dolo del sujeto. En la misma línea doctrinal también hay posturas que entienden que se trata de un delito de resultado-peligro, por lo que tras producirse el resultado intermedio se puede considerar cometido el delito³⁹. En ambas líneas sería posible la admisión de la punibilidad de la tentativa⁴⁰.

³⁷ STS 491/2015, (Sala segunda de lo Penal), (recurso 252/2015).

³⁸ Luzón Cuesta, J. M., *Compendio de Derecho Penal Parte Especial*, Dykinson, Madrid, 2009, p. 193.

³⁹ En este sentido Martínez-Buján Pérez, C., *Derecho penal económico y de la empresa*, parte especial, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2011, p. 303.

⁴⁰ Terradillos Basoco, J. M., “Empresa y Derecho Penal”, Buenos Aires, 2001, p. 236-238.

Otra parte de la doctrina entiende que el beneficio o perjuicio de 600.000€ es una condición objetiva de punibilidad, lo que tiene, en contraposición, principalmente dos consecuencias:

- 1) No sería admisible la tentativa en la consumación del delito⁴¹.
- 2) La condición objetiva de punibilidad no debe ser abarcada por el dolo del autor.

Hasta la mencionada reforma de la Ley Orgánica 1/2019, la doctrina mayoritaria y la práctica jurisprudencial⁴² coincidían en el carácter de condición objetiva de punibilidad del beneficio-perjuicio causado, no pudiéndose apreciar la tentativa, pues en tales hipótesis estaríamos hablando de supuestos de preparación, recomendación o comunicación de información, sin resultado alguno en relación con la cuantía exigida en el tipo penal que permite su distinción de la mera infracción administrativa.

Con respecto al *iter criminis* es relevante analizar el **momento de consumación del delito**. El delito de abuso de información privilegiada, dado que depende del valor alcanzado por los instrumentos financieros a través de los cuales se obtuvo el beneficio, plantea la disyuntiva de que se considere consumado el delito en cuatro momentos:

- 1) Cuando se produce la variación de la cotización de los valores.
- 2) El momento de compra de los valores.
- 3) Cuando se obtienen el beneficio con la venta de los valores.
- 4) Cuando la noticia relevante llega al mercado.

Esta cuestión queda resuelta por la Sentencia del Tribunal Supremo de 21 de diciembre de 2010, conocido como el Caso Tabacalera, la cual se decanta por “la teoría de la revalorización de las acciones, [...] vinculando la noticia relevante a la máxima revalorización, eso sí, dentro de un periodo temporal en donde tal información ha conseguido ese resultado”. Dicho de otra forma: una vez que la noticia relevante es

⁴¹ Muñoz Conde, F., *Derecho Penal parte especial*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2004.

⁴² SAN 44/2014, (Sala de lo Penal), 23 de diciembre, (recurso 6/2014).

pública, y por su impacto en el mercado, el valor experimenta una rápida ascensión (de la que se aprovecha el autor del delito), habrá que tomar en consideración aquella fecha en que la cotización se encuentra en su máximo nivel de ganancias, para determinación tal momento consumativo, de manera que el descenso posterior, incluso los incrementos posteriores ya serán ajenos al delito.

De otra forma se estaría dejando en manos del sujeto activo la consumación del delito⁴³ al permitir que sea este el que decida, dependiendo de la cotización en la que se encuentren las acciones, el momento en el que ejercitar la acción de compra o venta, pudiendo incluso no llegar a ejercitarla, para evitar incurrir en una práctica delictiva, o arriesgarse únicamente a una multa administrativa o incluso a la ausencia de sanción al no ejercitar esta la acción de compra o venta.

En cuanto a la modalidad de suministro de información privilegiada (no considerando la “recomendación” y la “preparación”) el precepto castiga el hecho de suministrar “obteniendo”, lo que ha de interpretarse en el sentido de que la cesión de información se efectúa para que el tercero negocie en el mercado de valores y obtenga un beneficio económico. Si el destinatario de la información no llega a comprar o vender las acciones, el comportamiento del iniciado resulta impune.

Como segunda cuestión de gran relevancia, por su reiterada aplicación en los tribunales siendo especialmente famoso el Caso Tabacalera, se encuentra la **prescripción**.

Para aplicar el plazo de prescripción la jurisprudencia acude al criterio de “revalorización latente” por el cual se tiene en cuenta el momento en el que, tras afectar la información privilegiada al mercado, el valor se encuentra en su máxima cotización. Este punto es considerado como el óptimo para la defensa del bien jurídico protegido, mostrándose más acorde con los criterios de la tipicidad, no teniendo en cuenta resultados absurdos.

⁴³ STS 1136/2010, (Sala 2ª), 21 de diciembre, (recurso 2299/2009).

2.4 Tipos Agravados

El tipo básico tiene asignada una pena de prisión de uno a cuatro años, multa del tanto al triplo del beneficio obtenido o favorecido, e inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión o actividad de dos a cinco años.

En el caso de tipos agravados, el número 2 del artículo 285, agrava a pena de prisión de cuatro a seis años, manteniendo las sanciones de inhabilitación y multa ante la concurrencia de circunstancias consistentes en que:

a) Los sujetos se dediquen de **forma habitual** a tales prácticas abusivas, siendo esta la única agravación de carácter subjetivo y por lo tanto incommunicable al resto de partícipes del delito. La jurisprudencia exige la repetición de, al menos, tres actos, aunque no se aclara si estos tres actos han de ser constitutivos de delito por separado o no.

b) El **beneficio obtenido sea de notoria importancia**, correspondiéndose con las previsiones establecidas en la LMV que tienen en cuenta tanto los perjuicios evitados como los beneficios obtenidos como criterios determinantes de las acciones. En cuanto a la cuantía del tipo agravado, jurisprudencialmente se está exigiendo una cantidad en torno al doble o el triple de la cifra del tipo básico⁴⁴.

c) Que se cause **grave daño a los intereses generales**. La introducción de este tipo agravado hace que, pese a no considerarse el delito de abuso de información privilegiada como un delito de resultado, el tipo agravado sí que lo sea. El uso del verbo causar hace que no sea posible encontrarnos ante un tipo de mero peligro.

El daño además y en concordancia con lo indicado en la Sentencia del Tribunal Supremo 1136/2010⁴⁵, no tiene por qué ser de contenido económico, sino que puede ser de cualquier índole o naturaleza.

⁴⁴ Hernández Sainz, E., “La nueva regulación penal de los abusos de información privilegiada”, *Actualidad Penal*, Tomo I, 1997, p. 208.

⁴⁵ Sentencia del Tribunal Supremo 1136/2010, (Sala 2ª, de lo Penal), 21 de diciembre (recurso 2299/2009).

2.5 Concursos

Respecto a los concursos sería lógico pensar que pudiese darse algún tipo de concurso ideal con el delito de revelación de secretos de empresa⁴⁶, sin embargo, esta posibilidad queda descartada **por el diferente bien jurídico protegido de ambos preceptos**⁴⁷. Por una parte, mientras que el supuesto tipificado en el artículo 279 tiene como bien jurídico protegido la información que la empresa requiere para la participación en el mercado; el artículo 285 tal como se ha comentado *supra*, tiene como bien jurídico protegido el **correcto funcionamiento del mercado de valores**, puesto en relación con la integridad del mercado y la igualdad de oportunidades de los inversores.

Por otro lado, se da la existencia de lo que se conoce como **concurso aparente de leyes**, sin embargo, la aplicación del principio de especialidad, regulado en el artículo 8.1 del Código penal, provoca que sea de aplicación preferente el precepto especial.

3. CASO TABACALERA

El caso Tabacalera⁴⁸ es uno de los casos más icónicos de *insider trading* en España⁴⁹. Como principales protagonistas tiene a Cesar Alierta (por entonces presidente de Tabacalera S.A), su mujer, Ana Cristina Placer y su sobrino, Luis Javier Placer Mendoza.

3.1 Hechos

Los hechos ocurrieron en 1997, durante la presidencia de Tabacalera S.A (en adelante, “Tabacalera”) por parte de Cesar Alierta. Su mujer, Ana Cristina Placer decide entonces la creación de una empresa denominada “Creaciones Baluarte”, nombrando único administrador a su sobrino Luis Javier Placer Mendoza.

⁴⁶ Artículo 279 del Código Penal.

⁴⁷ Lamarca Pérez, C., *Delitos: La parte especial del Derecho penal*, Colex, Madrid, 2015, p. 475.

⁴⁸ STS 1136/2010, (Sala 2ª), 21 de diciembre, (recurso 2299/2009).

⁴⁹ Peral, M., “Absuelven a Alierta en el “caso Tabacalera” por prescripción”, *El Mundo*, 2009 (disponible en <https://www.elmundo.es/mundodinero/2009/07/17/economia/1247833437.html>; última consulta 4/04/2019).

Tabacalera en época de pleno auge, alcanzó máximos históricos en su valor de cotización debido fundamentalmente a la compra de una sociedad de puros americana (Havatampa), con quienes, previo a su compra, firmó un *Confidential Agreement*. En este acuerdo, por un lado, la propia Havatampa se comprometía a proporcionar toda la información necesaria para su valoración y, por otro lado, Tabacalera se comprometía a mantener la información obtenida en un ámbito de absoluta confidencialidad. A este suceso se le añadió el acuerdo alcanzado para subir el precio del tabaco de esa época, lo que generaría mayores expectativas ingresos.

Como indican los hechos probados, Luis Javier Placer Mendoza, durante esta época de auge económico de la empresa, aprovechó la información suministrada por su tío Cesar Alierta para, tras pedir un crédito, efectuar la compra y posterior venta de acciones de Tabacalera, embolsándose en dicha transacción 1.9 millones de euros al cambio actual (310 millones de pesetas).

El proceso judicial, que diera inicio el 25 de noviembre de 2002 por La Asociación de Consumidores y Usuarios de Servicios Generales de Banca y Bolsa (en adelante, “AUGE”), con el apoyo de la Fiscalía Anticorrupción, tras años de investigaciones y recursos, terminaría con sentencia absolutoria del Tribunal Supremo en 2010.

3.2 Fundamentos de derecho

En esta sentencia, pese a declararse la absolución de los acusados por prescripción del delito, sí que se indica la existencia de un delito de información privilegiada.

En los fundamentos de derecho de la sentencia se va a ir desgranando poco a poco la existencia del delito de abuso de información privilegiada. Es necesario indicar, pues se hace alusión en los propios fundamentos, que esta sentencia cuenta con una dificultad añadida pues, al momento de redacción de la resolución, no existía jurisprudencia acerca del propio delito de abuso de información privilegiada, lo que, unido a la regulación insuficiente, hace que el propio tribunal tenga que acudir a la doctrina y jurisprudencia del Derecho Administrativo, así como a las disposiciones de la LMV para resolver.

Los fundamentos comienzan comentando los hechos probados indicando tres cuestiones sobre las que fundamentar la concurrencia del delito:

1) En primer lugar, que parece que Cesar Alierta quería distanciarse de Creaciones Baluarte S.A.

2) En segundo lugar, que además todo parecía indicar que hubo voluntad de colocar a otras personas como deudoras en la referida operación de compraventa de acciones a través de la modificación de la titularidad del crédito solicitado para financiarla. El crédito era de 400 millones de pesetas.

3) Y en tercer y último lugar, que todo parece indicar que constituyó él mismo la sociedad *ad hoc* para realizar la operación de compraventa de acciones por dos razones:

- a. Porque el crédito que se proporciona a Creaciones Baluarte S.A no hubiera podido ser concedido al carecer esta de cualquier activo relevante. El crédito se considera *intuitio personae* para Cesar Alierta, pues se consideró que para otorgarlo se tuvo en cuenta su situación de solvencia.
- b. Porque nada más constituirse Creaciones Baluarte S.A, se produjo la configuración del crédito.

Tras ofrecer una visión crítica sobre los hechos se comienza a hacer un análisis del tipo delictivo a aplicar. En dicho análisis, los magistrados hacen un recorrido por el tipo delictivo que es lo que realmente ha consolidado a esta sentencia como modelo para el resto por su exhaustividad y novedad en aquellos años.

Dentro de este análisis se hace especial incisión en tres cuestiones que determinan el fallo absolutorio:

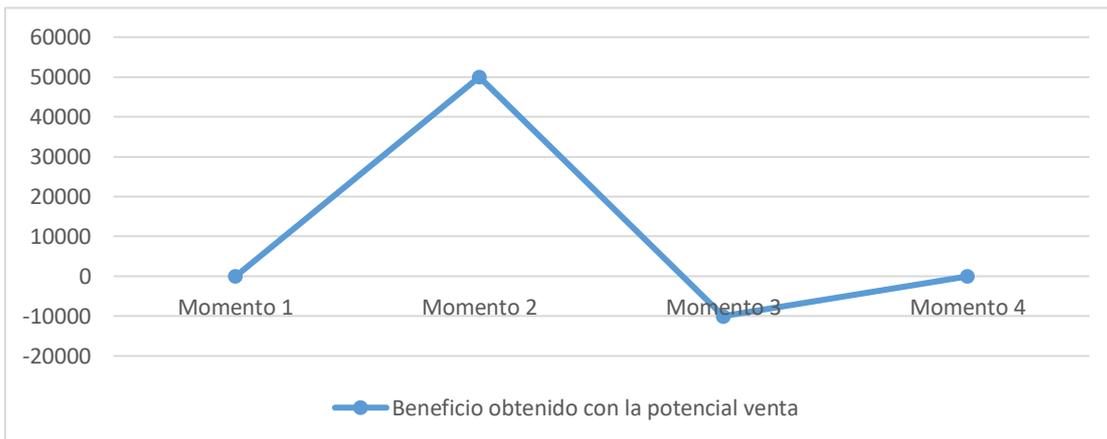
La primera es el **momento de consumación del delito**. Si bien los magistrados entienden que este se daría con la compra de acciones, de la redacción del tipo se extrae la necesidad de **conurrencia de un beneficio**. En consecuencia, se plantean dos momentos en los que se puede considerar consumado el delito:

A. El momento en el que aflora el beneficio con la venta de acciones, es decir, con su liquidación total o parcial.

B. El momento en el que aflora un beneficio en el patrimonio del *insider* sin necesidad de liquidación.

Será este último momento el considerado como la opción más correcta justificándolo sobre la base de evitar supuestos en los que se mantengan los valores adquiridos por el uso de información privilegiada y no se liquiden por cualquier razón, pese al aumento de valor de estos. Esta decisión del tribunal se explica de manera sencilla si atendemos al siguiente gráfico:

BENEFICIO OBTENIDO CON LA POTENCIAL VENTA



Fuente: *Elaboración Propia*

Atendiendo al ejemplo proporcionado por el GRAFICO 1, si ejerciésemos la acción de venta como tenedores de las acciones adquiridas con información privilegiada en el Momento 4, no incurriríamos (de manera intencional) en un ilícito por el uso de información privilegiada. Este hecho es el que el tribunal trata de evitar a partir de la determinación del momento de alcance del beneficio potencial y no real, siendo este último determinado a partir de la liquidación.

La segunda es la determinación de la **naturaleza de condición objetiva de punibilidad del límite cuantitativo** expresado en el artículo 285 del Código Penal. Esta determinación la hace con base en los autores Martínez-Buján Pérez, Muñoz Conde y Luzón Cánovas. En este último además se apoyan los magistrados para considerar que el momento que se va a considerar a efectos de prescripción como de consumación del delito será el del punto de **máxima cotización de los valores adquiridos**, sujeto a la exigencia de que dicho punto de máxima cotización se deba al acceso público a la información privilegiada.

El tribunal se posiciona a favor de considerar que Cesar Alierta no solo tenía acceso a consecuencia de su puesto dentro de Tabacalera, a la información sobre la inminente compra de la sociedad Havatampa, sino que además tenía poder de opinión en la cuestión sobre la subida acordada del precio del tabaco, por lo que considera subsumida su actuación en el tipo básico.

Y la tercera cuestión que se plantea el tribunal es si, tal como han sido probados los hechos y tal como ha sido calificada la conducta, el **delito se encuentra prescrito o si**, por el contrario, puede tener trascendencia a la hora de estimar si el delito está prescrito el hecho procesal de que hasta el momento de dictar sentencia el procedimiento ha tenido también por objeto la acusación conforme al tipo agravado segundo del artículo 286⁵⁰ tal como proponía la acusación popular ejercitada por AUGE, o conforme con el tipo agravado tercero del mismo artículo del Código penal que hasta la conclusión del juicio ha acusado el Ministerio Fiscal.

Esta cuestión sin duda tiene gran relevancia para la resolución absolutoria que finalmente se alcanza pues consiste en decidir, una vez determinado el momento de consumación del delito, si se aplica el plazo de prescripción de diez años del subtipo agravado o el de cinco años, del tipo básico.

Sin embargo, tras un análisis jurisprudencial en los que se detallan los giros interpretativos que el Tribunal Supremo ha sufrido a lo largo de su historia con respecto a la consideración de la pena en abstracto para la fijación del plazo de prescripción, se decide que, en cualquier caso, en modo alguno concurre el tipo agravado del artículo 286 del Código Penal. Esta decisión está fundamentada en la consideración de la actividad delictiva como una actividad aislada, así como la cuantía obtenida como de no especial relevancia (teniendo en cuenta el importe global de los valores negociados y las exigencias cuantitativas del tipo básico), así como por el hecho de que la conducta se le imputa a una persona que ostentaba el cargo de presidente de la compañía que, aun siendo importante, es una más de las muy numerosas que cotizan en Bolsa; que no ha ocasionado perjuicios acreditados a terceros; y que no se ha probado que se causara ninguna alteración grave en el funcionamiento del mercado de valores.

⁵⁰Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal («BOE» núm. 281, de 24/11/1995).

3.3 Fallo

Lo anterior descrito que provoca que sea considerado el plazo de cinco años de prescripción, prescribiendo por lo tanto el delito.

4. JURISPRUDENCIA DESDE TABACALERA

4.1 STS 27 de septiembre de 2011

El uso de información privilegiada constituye una de esas conductas que dependen de la cuantificación del beneficio generado y del perjuicio producido para ser considerados como infracción administrativa o delito.

En consecuencia, los criterios para la observancia de la existencia o inexistencia de una conducta tipificada en el código penal o castigada como mera infracción administrativa van a ser en su gran mayoría comunes a ambas jurisdicciones.

Con el estudio de esta sentencia se pretende dar una visión holística al análisis jurisprudencial de esta conducta, permitiendo al lector comprender por qué casos como el reciente protagonizado por el actual Ministro de Asuntos Exteriores, Unión Europea y Cooperación de España, Josep Borrell, ha sido calificado de infracción administrativa, siendo sancionado por la CNMV con una multa de 30.000€⁵¹, y no han sido calificados como delito.

Resumen: Don Clemente, asesor financiero de la compañía PLURIPAR en un proceso de negociación de una OPA a la compañía portuguesa FILO adquiere información privilegiada con la que opera, tras salir **parte** de dicha información al público.

⁵¹ Esteban, P., “Conductas prohibidas a los directivos en la Bolsa”, *El país*, 13 de diciembre de 2018 (disponible en https://elpais.com/economia/2018/12/06/actualidad/1544092726_545788.html; último acceso a 11 de abril de 2019).

3.1.1 Hechos

El tribunal primeramente en la sentencia hace una enumeración de la información a la que, tras las pruebas practicadas, el acusado y recurrente Don Clemente, tuvo acceso.

Estas informaciones son las siguientes:

1) Conocimiento desde aproximadamente el 12 de septiembre de 2001, fecha en la que se firma el acuerdo de confidencialidad acerca de la intención de presentar una OPA.

2) Conocimiento como asesor económico y financiero de PLURIPAR, de la aceptación de la oferta preliminar y de la celebración de un proceso de Data Room que debía de culminar con una oferta el 2 de noviembre de 2011. La oferta preliminar de PLURIPAR ofrecía a la compañía ALPHA CORPORATE un precio indicativo por la integridad de las acciones de FILO de aproximadamente 2,41€, entre un cincuenta y un sesenta por ciento por encima del valor de dichas acciones en el mercado en aquel momento.

3) Conocimiento de que el 9 de octubre de 2001 PLURIPAR abandonó el proceso al no prorrogársele el mismo para la presentación de una oferta.

Tras la exposición de la información que Don Clemente tenía en propiedad, el tribunal valora si dicha información es privilegiada o de dominio público.

Para esta labor, se basa primeramente en la noticia que se dio a la CNMV el 27 de julio de 2001 de que un grupo de inversores valoraba la posibilidad de adquirir un porcentaje significativo del capital de FILO.

En segundo lugar, el Tribunal también hace referencia a las noticias aparecidas en el periódico Expansión el 22 de febrero de febrero de 2001, 28 de julio de 2001 y 19 de octubre de 2001. Sin embargo, recalcan los magistrados, la información más sensible no se hizo pública en dichas noticias, siendo esta:

1) La fecha de finalización del Data Room.

2) Aceptación de la oferta preliminar de PLURIPAR por parte de FILO con una valoración entre el cincuenta y sesenta por ciento superior a la de mercado.

3) El hecho de que FILO no aceptó prorrogar el plazo a PLURIPAR para presentar la oferta.

Para finalizar expone cómo, a juicio del tribunal, hubiera podido afectar dicha información no pública al mercado.

Para ello se hace referencia a una noticia publicada por Bloomberg el día 18 de octubre de 2001 en la que se daban muchos indicios sobre la posibilidad de una OPA, aunque no se daban todos los detalles. Esta noticia hizo que el volumen de inversores se triplicara y finalmente (en el momento en el que Don Clemente llevó a cabo su operación) se quintuplicara.

3.1.2 Fundamentos de derecho

La sentencia, dentro de los motivos casacionales, le dedica el quinto motivo a la confirmación de la existencia de uso información privilegiada con arreglo a la regulación en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores⁵².

En este quinto motivo de casación se argumenta que de modo alguno se tiene que rectificar el fallo del tribunal precedente al considerar que la información que manejó Don Clemente había de ser considerada información privilegiada al converger tres factores: no ser de conocimiento público, poder influir de un modo apreciable en la cotización y, por lo tanto, llevar aparejado el deber de aquel que dispusiese de ella en razón de su profesión, de abstenerse de su uso, directo o indirecto, o comunicar la misma a terceros.⁵³ Todo ello sin contar con el hecho de haber firmado un acuerdo de confidencialidad en el que se estipulaba la obligación de no transferir, adquirir, contratar o procurar la adquisición de acciones de dicha compañía hasta la conclusión de la operación o durante un plazo máximo de nueve meses desde la fecha de 12 de septiembre

⁵² Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores («BOE» núm. 181, de 29/07/1988).

⁵³ Cfr. Artículo 81 de la Ley 24/1988 en relación con el apartado segundo del mismo en la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores («BOE» núm. 275, de 17 de noviembre de 1998).

de 2001, y el deber de utilizar la información a los únicos efectos de ejecución de la operación.

Tampoco se considera la información como de dominio público, confirmando de nuevo a la sala de instancia, por el hecho de que la CNMV a fecha 18 de octubre del 2001, comunicara el hecho relevante de que los accionistas mayoritarios de FILO estaban manteniendo conversaciones con un número reducido de posibles inversores, sin dar detalles sobre las decisiones acordadas. De igual manera ocurre con las noticias publicadas a fecha 19 de octubre de 2001 por medios de prensa especializada.

3.1.3 Fallo

Finalmente, el tribunal decide que no prospere el recurso de casación, y ratifica la sentencia recurrida, confirmando la existencia de una infracción administrativa por uso de información privilegiada.

3.1.4 Conclusiones

A mi juicio, esta sentencia pone sobre la mesa uno de los hechos que complican en gran medida la persecución de estas actividades ilícitas, la picaresca. Se puede apreciar que el autor de la infracción administrativa era consciente de que el uso de la información podía implicar una sanción, por lo que esperó a la primera noticia que saliese sin importar el alcance de esta, para operar de la manera más rápida posible antes de que la oleada de inversores hiciera que el precio se estabilizase.

4.2 STS 491/2015, 23 de julio de 2015

Resumen: Esta sentencia trata el supuesto de hecho en el que un director de una entidad bancaria, tras conocer la oferta pública de adquisición que la Inmobiliaria Grupo San José (en adelante, Grupo San José) va a realizar sobre las acciones de New GP Cartera GLU (en adelante, New GP) en Parquesol Inmobiliaria y Proyectos S.A (en adelante, Parquesol), informando también a terceros para realizar compraventa de acciones a través del uso de dicha información.

4.2.1 Hechos probados

Los hechos probados durante el proceso fueron los siguientes:

El 5 de mayo de 2006 Parquesol Inmobiliaria y Proyectos S.A (en adelante, “Parquesol”) decide sacar su empresa a bolsa a un precio de 23€ la acción.

Sin embargo, dada la evolución bajista de la cotización de las acciones de Parquesol, cotizando en dicho momento a 17€ la acción, New GP, decide que es el momento de vender las acciones de Parquesol.

Tras la búsqueda de compradores, el Grupo San José, aparece dispuesto a comprar las acciones por el precio por el cual salieron al mercado (23€/acción), propuesta que Parquesol aprueba.

Tras la aprobación por parte de Parquesol, el Grupo San José acude a la búsqueda de financiación, para lo cual contacta con DG Eurotypo AG sucursal en España, (en adelante, “Eurotypo”), del grupo alemán *Commerze Bank*, cuyo director general es Constancio.

El 20 de Julio de 2006, Constancio se reúne con José, el director financiero del Grupo San José para llevar a cabo la negociación de la operación. Esta negociación se lleva a cabo sobre la premisa de que la operación de compra del Grupo San José sobre las acciones de Parquesol no podría celebrarse por debajo de los 23€ la acción. Tras la reunión, se fija finalmente el precio en 23,10€ la acción.

El 21 de Julio de 2006 Eurotypo anuncia que no va a poder financiar la operación negociada el día anterior.

Siete días después se cierra el acuerdo entre el Grupo San José y New GP, poniéndose en conocimiento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV) y suspendiendo esta la cotización en 21,85€ la acción. Esta cotización se reanuda en 22,80€ la acción.

Sin embargo, Constancio, habiendo conocido la información detallada de la operación en calidad de director general, informó su amigo Hernán dicha información.

Hernán, haciendo uso de dicha información y a través de diferentes sociedades, procederá a la compra de varios paquetes de acciones, superando las 400.000 acciones en total y generando un beneficio total con la venta de alrededor de los 2 millones de euros.

De igual manera queda demostrado que Constancio, a partir del 19 de julio de 2006, informó a su cuñado Pablo de la oferta pública de acciones que iba a llevar a cabo el Grupo San José sobre Parquesol, lo que hizo que a través de la empresa Joturve, propiedad de Pablo, adquiriera un paquete de acciones de Parquesol tras cuya venta obtuvo un beneficio cercano a los 30.000 euros.

4.2.2 Fundamentos de derecho

En los fundamentos de derecho de la sentencia se parte de la copia de una noticia que el recurrente añade a su recurso. En esta noticia, publicada por UBS en fecha 11 de julio de 2016, se hace una recomendación a sus clientes de invertir en acciones de Parquesol. El recurrente con esto espera acreditar un error en el que pudo haber caído la sentencia recurrida al no considerar la mencionada noticia, la cual podría ser considerada como prueba que acredite el carácter público de la información, lo que supondría la imposibilidad de la subsunción de la conducta en el tipo delictivo.

Sin embargo, los magistrados consideran que toda información que tenga como fin la rectificación de una sentencia ha de cumplir los siguientes requisitos:

a) que se invoque tal error de hecho en la apreciación de las pruebas, de modo que tenga significación suficiente para modificar el sentido del fallo, pues en caso contrario estaríamos en presencia de una simple corrección de elementos periféricos o complementarios; b) que se citen con toda precisión los documentos en que se base la queja casacional, incorporados a la causa, con designación expresa de aquellos particulares de donde se deduzca inequívocamente el error padecido; c) que tales documentos sean literosuficientes, es decir, que basten por sí mismos para llegar a la conclusión acreditativa que se pretende, evidenciando el objeto de prueba sin necesidad de acudir a otras fuentes probatorias o a complejos desarrollos argumentales; d) que su eficacia probatoria no haya sido desvirtuada o contradicha merced a otras pruebas que obren igualmente en la causa; e) que el recurrente lleve a cabo, al menos, una mínima justificación argumental como causa de la impugnación; f) que el recurrente proponga una nueva redacción del "factum" derivada del error de hecho denunciado en el motivo; y g) que tal rectificación del "factum" no es un fin en sí mismo, sino un medio para

crear una premisa distinta a la establecida y, consiguientemente, para posibilitar una subsunción jurídica diferente de la que se impugna⁵⁴

Tras la consideración del tribunal de ausencia de concurrencia de los requisitos exigidos, se concluye que no puede ser tratado dicho documento como un documento con efectos casacionales, careciendo de autarquía necesaria para justificar por sí solo la existencia del error pretendido por el recurrente.

Se añade que este documento únicamente acredita que las acciones de Parquesol eran de inversión aconsejable, pero no que el motivo de que fueran aconsejables fuese la OPA. Además, tampoco establece una duda sobre la ausencia de utilización de información privilegiada, porque el conocimiento de la operación justificaría la, en palabras del propio tribunal, “frenética” actividad compradora de acciones de Parquesol.

4.2.3 Fallo

Se condena a Constancio como autor criminalmente responsable de un delito de uso de información privilegiada, así como, de manera conjunta con Hernán, de un delito de blanqueo de capitales.

4.2.4 Conclusiones

En esta sentencia se pone en valor realmente cómo de importante es la concreción de las noticias publicadas a la hora de poder justificar una inversión. En este caso se puede observar que únicamente con una noticia que confirmara de manera expresa la OPA se hubiera podido buscar una vía de escape para Constancio.

4.3 SAN 1/2014, de 15 enero

Resumen: Esta sentencia trata el supuesto de hecho en el que un exconsejero del Banco Santander al que se le acusa de un delito de abuso de información privilegiada por

⁵⁴ STS 491/2015, (Sala segunda de lo Penal), de 23 de julio, (recurso 252/2015).

la adquisición y posterior venta de valores relacionados con una oferta pública de adquisición (en adelante, OPA).

4.2.1 Hechos probados

El 4 de agosto de 2010, un equipo del Banco Santander comenzó un nuevo proyecto por el cual se gestionó la creación de un paquete de financiación a favor de la compañía BHP Billiton PLC (en adelante, BHP) ante una posible oferta pública de adquisición, sobre la compañía canadiense Potash Corporation of Saskatchewan Inc. (en adelante, Potash). Este proyecto fue denominado con el nombre en clave “Porcupine”.

El proyecto Porcupine, consistente en una operación de financiación de 45.000 millones de euros, que era por entonces el segundo proyecto de mayor envergadura financiera llevado a cabo en los últimos 2 años.

El 15 de julio de 2011 el Juzgado Central de Instrucción nº 6, da inicio a las diligencias previas tras la interposición de una denuncia por parte del Ministerio Fiscal.

CCM, en calidad de acusado, es imputado entre otros delitos por el de abuso de información privilegiada tras la adquisición de alrededor de 110.000 CFDs, en agosto de 2010, de Potash, y posterior venta, obteniendo un beneficio superior a 600.000€.

Por otro lado, JMU, con vínculos personales con CCM, en calidad de participe a título lucrativo, es imputado por el delito de abuso de información privilegiada por la inversión en agosto de 2010 de más de 100.000€ en acciones de Potash. El beneficio obtenido de dicha actuación no superó los 40.000€.

Para finalizar la redacción de los hechos, es necesario añadir que el tribunal en la sentencia expresa que **no ha quedado acreditado que la obtención de financiación a través de un préstamo fuera un factor determinante a la hora de aprobar el lanzamiento o no de la OPA** sobre Potash, ni tampoco que la OPA influyera en la evolución del valor de Potash. **Tampoco quedó acreditado a juicio del tribunal que JMU recibiera información privilegiada** del acusado CCM sobre el proyecto “Porcupine”.

4.2.2 Fundamentos de derecho

Los fundamentos de derecho de esta sentencia son sin duda alguna muy interesantes de cara a conocer cuál puede ser el baremo del tribunal para expresar la existencia o no de delito de abuso de información privilegiada.

Casi con exclusividad, este apartado de la sentencia fundamenta su decisión con base en la inobservancia del considerado como cuarto elemento de la definición de información privilegiada: La “**capacidad de influencia apreciable sobre la cotización de los valores o instrumentos financieros a los que se refiera**”⁵⁵

El tribunal, haciendo uso de peritos, considera que no se ha practicado prueba de cargo suficiente para desvirtuar la presunción de inocencia del acusado. Esta prueba de cargo deja, desde la perspectiva de la Audiencia Nacional (en adelante, “AN”), un margen de duda suficiente y razonable sobre la verdadera participación en los hechos de ambos imputados, lo que hace inevitable la aplicación del principio de *in dubio pro-reo*.

Dentro de los motivos fundamentales sobre los que se asienta la sentencia se encuentran como principales, en primer lugar, el hecho de que el Banco Santander **elaborara una lista de 53 personas** a las que se cataloga como *iniciados*, entre los cuales no se encuentra el acusado. No obstante, CC conoció de los detalles de dicha operación en su condición de asesor del proyecto, quedando además acreditado por medio de un cuestionario relleno por el propio acusado, reconociendo su conocimiento. Este conocimiento además se ve reforzado por la existencia de cuatro testigos que lo confirman.

En segundo lugar, se basa en el informe pericial, que en ningún caso ha sido desvirtuado por la práctica de la prueba de cargo, elaborado por un catedrático de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad Autónoma de Madrid y el por entonces Vicepresidente de L&S Forensic S.L.

⁵⁵ SAN 1/2014, (Sala de lo Penal, Sección 2ª), 15 de enero, (recurso 133/2011).

En este informe se afirma que la **información sobre la OPA** a la que pudo tener acceso el Banco Santander y por lo tanto el acusado, **no cumple con los requisitos para ser calificada como privilegiada basándose en estas razones:**

1) Que BHP encargó el asesoramiento sobre una operación de financiación al Banco Comercial Santander, pero que en ningún caso le encargó el asesoramiento sobre la posible OPA.

2) Que el asesoramiento de la posible fusión y adquisición fue encargada al banco de inversión JPM.

3) Que BHP, no encargó la financiación de los 45.000 millones de euros completa al Banco Comercial Santander, sino una parte de ella, estando implicados hasta 5 bancos internacionales adicionales.

4) Que dado el rol como banco comercial que desempeña el Banco Santander, la información a la que tiene acceso se limita a la operación de financiación, siendo esta un porcentaje inferior al 5% de la información manejada por el asesor en la posible OPA, calificada como reservada y relevante para la OPA.

5) Adicionalmente, el **Banco Santander, en tanto banco comercial no tiene capacidad de decisión ni sobre la realización y estrategia de la OPA ni sobre el precio** al que esta se realiza.

6) Cuando se lanza una OPA el papel fundamental es el del Banco de Inversión, que es el que:

- a. Conoce la totalidad de la operación.
- b. El que define el precio al que se realiza.

7) Además, los rumores sobre una posible OPA habían sido tratados por **prensa especializada** y con relevancia global, varios meses antes de realizarse esta, por lo que era de dominio público. Esta información además se acercaba en sus conjeturas al precio final de la OPA, igualándolo en algunos medios.

8) El Banco Santander desconocía si se daría la aprobación de la OPA por parte del consejo de administración de BHP.

9) Y finalmente, en informe detalla el hecho de que el precio de la acción no se ve afectado por la información relativa a la OPA pues no solo la tendencia del mercado era alcista por diversos motivos, sino que tras retirar la OPA el precio de la acción pese a disminuir se mantuvo por encima del precio de la OPA.

4.2.3 Fallo

El tribunal finalmente absuelve a los acusados, aunque esta sentencia cuenta con el voto particular del magistrado José Ricardo de Prada Solaesa.

Análisis del voto particular

La discrepancia del magistrado con respecto a la sentencia dictada por el tribunal al que pertenece responde a distintos argumentos:

El primero de ellos es con respecto a la expresión utilizada en la sentencia de “*no ha quedado acreditado que a obtención de financiación a través de un préstamo fuera un factor determinante a la hora de aprobar el lanzamiento o no de la OPA sobre POTASH, ni que la OPA influyera en la evolución del valor de POTASH*”.

El magistrado entiende que queda sin ninguna duda probado que en primer lugar la financiación supone una actividad de importancia capital cuando se pretende realizar una OPA. El conocimiento de la cuantía de este paquete de financiación aporta, a ojos del magistrado, información sobre la seriedad de la operación que se va a llevar a cabo, así como de los tiempos o plazos en los que esta va a tener lugar, datos sin duda muy relevantes. Con respecto al alza de los precios al tiempo de estar gestándose la OPA, el magistrado considera que, pese a que con modelos de análisis de predicción se pueda intentar acreditar otro tipo de causas, la razón indica que la causa principal es la OPA, convirtiendo cualquier afirmación distinta de esta en especulativa.

En segundo lugar, para apoyar su oposición al fallo, el magistrado se apoya en el carácter privilegiado de la información, en tanto era el acusado uno de los pocos con acceso a esta y en tanto que esta información versaba sobre un suceso viable e inminente.

Finalmente, pone en duda el carácter no previsible de la subida de valor de las acciones, lo que cree que en las periciales no se ve reflejado al darse un análisis ex post y no ex ante.

Por un lado, con respecto a este voto particular y pese al carácter divulgativo de este trabajo, aplicando un razonamiento objetivo no puedo sino estar de acuerdo con el voto particular. Encuentro importante poner en valor una cuestión que, en mi opinión, no he visto correctamente tratada en la sentencia y es la formación profesional de la persona que tiene en poder esta información. Una misma información puede tener un valor distinto dependiendo de la persona que la posea, lo que para un lego en finanzas es un paquete de financiación algo más grande de lo normal, para aquel con suficiente formación, estatus y experiencia puede suponer la diferencia entre realizar o no una operación.

Por otro lado, la ley para garantizar la seguridad jurídica en este tipo de delitos ha de ser lo más concreta posible, lo que genera que en algunos momentos se vea complicado probar la existencia del delito, como es en este caso, con lo que una cosa es la intuición y otra completamente distinta lo que se pueda probar. En este caso se ve patente la dificultad probatoria del delito.

4.3.4 Conclusiones

De análisis de esta sentencia se pueden sacar dos conclusiones:

En primer lugar, que tal como se ha mencionado en capítulos anteriores, es de gran relevancia a la hora de probar la posibilidad de acceso a información privilegiada, la inclusión del sujeto o no en una lista de iniciados.

En segundo lugar, relacionado con las OPA, este tribunal destaca que el conocimiento de la operación de manera genérica o abstracta no juega un papel tan importante en la subsunción de la conducta en el delito de abuso de información

privilegiada como lo es el conocimiento del precio y de información que de manera tangible pueda afectar a la cotización. A modo de ejemplo no es lo mismo escuchar rumores de una posible OPA sobre Día, que realmente saber el precio por acción al que se ha llegado o el periodo de tiempo exacto en el que ocurrirá. En este caso se traen a colación noticias de prensa especializada que prácticamente aciertan el precio final de la acción, lo que da mucho peso al argumento sobre la publicidad de la información.

5. MODIFICACIÓN DEL CÓDIGO PENAL

La aprobación de la Ley Orgánica 1/2019, de 20 de febrero, por la que se traspone entre otras la directiva 2014/57/UE⁵⁶, ha supuesto desde su entrada en vigor el 13 de marzo de 2019, un cambio sin precedentes en la tipificación e interpretación del delito de abuso de información privilegiada o *insider trading*.

Esta ley orgánica modifica tanto el artículo 284 y 285 del Código Penal. Pese a que ambos artículos ya sancionaban con anterioridad a la trasposición de la citada directiva, las conductas consistentes en el uso de información privilegiada no abarcaban todos los supuestos que se recogían en la norma comunitaria.

5.1 Principales modificaciones del delito de abuso de información privilegiada

La reforma del artículo 285 del Código Penal es más amplia que la del artículo 284. En esta nueva redacción del artículo 285 se van a prever las siguientes novedades⁵⁷:

En primer lugar, la inclusión de nuevas formas de comisión del delito. El nuevo artículo 285 versa de la siguiente manera:

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

⁵⁶ 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, (DOCE, L173/179).

⁵⁷ Preámbulo II de la Ley Orgánica 1/2019, de 20 de febrero, por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal, para transponer Directivas de la Unión Europea en los ámbitos financiero y de terrorismo, y abordar cuestiones de índole internacional («BOE» núm. 45, de 21/02/2019).

recomendare a un tercero el uso de dicha información privilegiada para alguno de esos actos, será castigado, [...] siempre que concurra alguna de las siguientes circunstancias⁵⁸.

Tal como se indica en la nueva redacción de la norma, este artículo 285 incorpora la criminalización de la adquisición, transmisión o cesión de un instrumento financiero, así como la cancelación o modificación de una orden a consecuencia del uso de la información privilegiada a la que se hubiese tenido **acceso reservado**.

Sin embargo, la imposición de las sanciones establecidas en el artículo 285.1 del Código Penal se deja condicionada a la concurrencia de alguna de las siguientes circunstancias:

- a) Que el beneficio o perjuicio provocado por el supuesto de información privilegiada fuera superior a los quinientos mil euros.
- b) Que el importe de los fondos empleados sea superior a dos millones de euros.
- c) Que se cause un grave impacto en la integridad del mercado. (bien jurídico protegido por la norma).

Como principales modificaciones se distinguen la rebaja de la cuantía a alcanzar para considerar la conducta realizada como subsumible en el tipo de abuso de información privilegiada, así como la inclusión de estas cuantías, no como condición objetiva de punibilidad, sino como elementos del tipo, lo que tiene una relevancia práctica muy importante al cambiar por completo la dirección de la doctrina mayoritaria y la jurisprudencia.

Previo a la reforma, con la regulación del delito de *insider trading*, tanto doctrinal como jurisprudencialmente, había un consenso en la consideración de las cuantías que delimitaban la responsabilidad administrativa y la responsabilidad penal eran condiciones objetivas de punibilidad. Sin embargo, a consecuencia de la reforma y en concreto de la interpretación que en los Motivos de la Ley Orgánica 1/2019 se detallan, los elementos delimitadores pasan a ser concebidos como elementos del tipo, cambiando por lo tanto la

⁵⁸ Artículo único, referencia al artículo 285.

consideración del beneficio o perjuicio obtenido o causado como un resultado del tipo y habilitando la posibilidad de comisión del delito en grado de tentativa.

En segundo lugar, se va a incidir en la especificación de los supuestos en los que una persona tiene **acceso reservado a la información privilegiada**.⁵⁹

La nueva regulación entiende por acceso reservado a información privilegiada aquel del que disfruta aquellos:

- a) Miembros de los órganos de administración, gestión o supervisión del emisor o del participante del mercado de derechos de emisión.
- b) Partícipes de los derechos de emisión o en el capital del emisor.
- c) Conocedores con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial, o en el desempeño de sus funciones.
- d) Quienes la obtengan a través de una actividad delictiva⁶⁰

En tercer lugar, se va a añadir una agravación específica en su mitad superior para los casos en los que el sujeto se dedique de forma habitual a estas prácticas abusivas, para los casos en los que el beneficio obtenido, la pérdida evitada o el perjuicio causado sea de notoria importancia y para el caso en el que el responsable del hecho fuera trabajador de las siguientes entidades:

- a) Empresa de servicios de inversión.
- b) Entidad de crédito.
- c) Autoridad supervisora o reguladora.
- d) Entidades rectoras de los mercados regulados o centros de negociación⁶¹.

En cuarto lugar, de la mano de la reforma de la redacción de este artículo 285 del Código Penal se van a incorporar tres nuevos preceptos al articulado:

⁵⁹ Artículo 285.4 del Código Penal

⁶⁰ Zabala, C. y Trendafilova, S., “La reforma del código penal: abuso de mercado y corrupción. Nuevos riesgos del *compliance*”, *Clifford Chance*, 2019.

⁶¹ Artículo 285.3 del Código Penal.

El artículo 285 bis, que tipifica la comunicación ilícita de información privilegiada cuando ponga en peligro la integridad del mercado o la confianza de los inversores.

El artículo 285 ter, que remite en atención al principio de legalidad, determinados contenidos conceptuales a la normativa europea y española en materia de mercados financieros.

EL artículo 285 quater para establecer de manera expresa la punición de los actos de proposición, conspiración y provocación con respecto al delito mencionado, entre otros.

En estos tres nuevos preceptos se castiga la prospección de mercado a través del uso de información privilegiada, estableciendo que los instrumentos podrán ser españoles o europeos y castigando los actos preparatorios de provocación, proposición y conspiración.

Como se ha avanzado previamente, se establece que, a fin de cumplir con el resto de las previsiones de la Directiva 2014/57, para la punición de los hechos, cuando **se realicen en grado de tentativa**, se atenga a la previsión de los artículos 16 y 62 del Código Penal. De igual manera ocurrirá con los casos de inducción y de responsabilidad de las personas jurídicas por comisión de los indicados hechos delictivos, aplicándose los artículos 29 y 63 del Código Penal, al primero y el artículo 288 del Código Penal al segundo.

Esta última modificación es sin lugar a duda y tal como se puede intuir al haber analizado la jurisprudencia de múltiples sentencias del Tribunal Supremo, una de las modificaciones más relevantes que se han hecho a lo largo de la historia de este tipo delictivo.

Sin duda alguna, esta modificación no es trivial pues recordemos que hasta la entrada en vigor de la ley analizada podía darse lugar a un debate doctrinal en el que existían muchas posturas:

a) La que propugnaba porque la cuantía no constituía más que el resultado del tipo.

b) La que sostenía que estábamos frente a una condición objetiva de punibilidad, dando lugar a que el límite cuantitativo sirva como frontera entre el ilícito penal y la infracción administrativa descrita en la LMV.

c) Finalmente, una postura más ecléctica, que defiende que la obtención de un beneficio o la causación de un perjuicio cualquiera sí constituye resultado del delito, pero que el límite cuantitativo es una condición objetiva de punibilidad.

Por un lado, esta postura parte de que mientras en otros delitos es posible establecer límites cuantitativos que deben ser abarcados por el dolo del agente, es necesario tener en cuenta la imprevisibilidad del mercado de valores en cuanto a la determinación de las cifras que, en la gran mayoría de los casos, dependen de una multitud de factores.

En definitiva, esta nueva regulación supone el fin al debate doctrinal, lo que con toda probabilidad provocará cambios evidentes en la jurisprudencia.

6. CONCLUSIONES. PONER PUERTAS AL CAMPO

A lo largo del trabajo se ha realizado un recorrido partiendo de la concepción europea del *insider trading* desde sus inicios hasta nuestros días y posteriormente viendo la relevancia de esta regulación en el marco del ordenamiento jurídico español, materializada no solo en la modificación del Código penal, sino también en la tradición jurisprudencial.

De este trabajo se han podido obtener las siguientes conclusiones:

1) La legislación europea ha seguido un camino gradual en cuanto a la regulación del delito de abuso de información privilegiada. En un principio se establecieron las **bases del concepto** tratando de fijar unos pilares comunes a todos los ordenamientos jurídicos comunitarios. Tras este primer paso se decidió incrementar el desvalor vía imposición a los estados miembros de la obligación de imponer **sanciones administrativas** para este tipo de actuaciones, de manera paralela también se continuaba en la búsqueda de mejorar

la definición de los conceptos relacionados con el *insider trading*. Sin embargo, ante la falta de homogeneidad regulatoria, ya en 2014 se promulgó la última de las directivas en la que se busca claramente un fin sancionador, obligando a la imposición de **sanciones penales en las modalidades más graves** y considerando el beneficio o perjuicio ocasionado como resultado del tipo, lo que permite la comisión del delito en su grado de tentativa.

2) Tanto la tradición jurisprudencial como doctrinal en España hasta marzo de 2019 ha seguido la concepción del beneficio perjuicio causado como **condición objetiva de punibilidad**. Este hecho supone que no se permite la comisión del delito en su grado de tentativa, y que ni el beneficio ni el perjuicio obtenido y causado, respectivamente, tengan que estar abarcados por el dolo del autor. Sin embargo, la nueva legislación propone la concepción opuesta, teniendo el beneficio o perjuicio ocasionado como **resultado o elemento del tipo**, finalizando el debate doctrinal existente hasta ahora. Como principales consecuencias prácticas veo dos, una positiva y otra negativa:

- a. Por un lado, la negativa supone que un delito cuya perpetración es compleja de probar *per se*, se le añade un grado más de complejidad al introducir la condición necesaria de que el dolo abarque el beneficio o perjuicio ocasionado. En definitiva, se produce un aumento de la **dificultad probatoria**. Sin embargo, frente a este hecho, la jurisprudencia tiene también la oportunidad de adaptarse y comenzar a imitar las resoluciones de otros países occidentales como Estados Unidos, donde en algunos casos se han pronunciado sobre la **admisibilidad de pruebas indiciarias** en materia de *insider trading*.
- b. Por otro lado, la positiva supone que va a poderse subsumir en el tipo delictivo la consumación del delito en **grado de tentativa**, englobando casos en los que, marcado por las fluctuaciones del mercado, no se ha conseguido el beneficio que, bien por el volumen invertido o por otras circunstancias, se presumía que se iba a obtener.

3) La elección de cada una de las sentencias se justifica con sus respectivos fallos, en mi opinión, para hacer un análisis completo de la jurisprudencia del delito de abuso de información privilegiada, era necesario analizar, dentro de la escasa jurisprudencia existente, una sentencia con fallo culpable en jurisdicción penal, otra con fallo absolutorio

y una con fallo culpable en jurisdicción administrativa. Dentro de cada sentencia se pueden obtener distintas conclusiones:

- a. La STS 27 de septiembre de 2011, pone de manifiesto para mí lo complicado que es para el legislador la redacción de una ley que abarque todos los supuestos de hecho posibles y que a su vez proporcione la seguridad jurídica necesaria para que actuaciones muchas veces realizadas en los límites de la ley por el conocimiento de esta, no queden impunes. En este caso el autor condenando por abuso de información privilegiada esperó a que parte de esa información saliera a la luz para operar e intentar escudarse en que la información era de dominio público. Esta sentencia pone en valor **la concreción** de la que habla la ley en cuanto a la información poseída contra la **picaresca** de aquellos, concedores de la ley, que intentan saltársela. A su vez, el análisis de esta sentencia muestra como la jurisdicción penal y la administrativa hacen uso de los **mismos criterios de identificación de la conducta contraria a derecho**, distinguiéndose la conducta con consideración de delito de aquella con consideración de infracción administrativa por la cuantía del beneficio o perjuicio causado. (superior o inferior a 600.000€, respectivamente).
- b. En la STS 491/2015, 23 de julio de igual manera se usa la aparición de notas de prensa en las que se recomienda la inversión coincidente con la que indica la información privilegiada como defensa. Sin embargo, no prospera por la ausencia de mención de manera expresa a la operación, pues se trata de **meras recomendaciones**.
- c. La STS 1/2014, 15 de enero arroja dos conclusiones:
 - i. En primer lugar, que tal como se ha mencionado en capítulos anteriores, es de gran relevancia a la hora de probar la posibilidad de acceso a información privilegiada, la inclusión del sujeto o no en una **lista de iniciados**.
 - ii. En segundo lugar, relacionado con las OPA, este tribunal destaca que **el conocimiento de la operación de manera genérica o abstracta no juega un papel tan importante en la subsunción de la conducta en el delito de abuso de información**

privilegiada como lo es el conocimiento del precio y de información que de manera tangible pueda afectar a la cotización. A modo de ejemplo no es lo mismo escuchar rumores de una posible OPA sobre Día, que realmente saber el precio por acción al que se ha llegado o el periodo de tiempo exacto en el que ocurrirá. En este caso se traen a colación noticias de prensa especializada que prácticamente aciertan el precio final de la acción, lo que da mucho peso al argumento sobre la publicidad de la información.

4) El caso Tabacalera da la posibilidad de ver la evolución de la jurisprudencia en España en lo referente al delito de abuso de información privilegiada. Pese a las iniciales expectativas de un cambio sustancial en la jurisprudencia, tras el análisis de esta se puede afirmar que **sentó las bases de la jurisprudencia actual**, de la cual no se ha apartado en gran medida ninguna de las sentencias consideradas para este TFG. Este hecho, puesto en relación con el punto anterior relativo a la modificación del Código penal, implica que muy probablemente la **jurisprudencia cambie en los próximos años**, flexibilizándose al admitir nuevos grados y formas de consumación del delito.

7. BIBLIOGRAFÍA

Choclán Montalvo, J. A., “Protección penal del sistema financiero”, en *La Ley: Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía*. No.4, pp. 1885-1899, 2003 (ISSN 0211-2744).

García Pedroviejo, J., “Nuevo marco jurídico europeo en materia de abuso de mercado”. *Actualidad Jurídica* [en línea]. Madrid: Dykinson, no 38, pp. 140-142, 2014 [consulta: abril 2108]. ISSN 1578-956X. Disponible en: <http://eds.b.ebscohost.com/eds/pdfviewer/pdfviewer?vid=1&sid=46112188-6f66-4048-9a2d-e59a630806d5%40sessionmgr101>.

Gorman, C. M., “Are Chinese Walls the best solution to the problems of insider trading and conflicts of interest in broker-dealers”. *Fordham J. Corp. & Fin. L.*, 2003, vol. 9, p. 475.

Hernández Sainz, E., “La nueva regulación penal de los abusos de información privilegiada”, *Actualidad Penal*, Tomo I, 1997, pp. 173-2016.

Kenton, W., “Front Running”, *Investopedia*, 2018 [en línea]. Disponible en: <https://www.investopedia.com/terms/f/frontrunning.asp> [consulta: 21 marzo 2019].

Lamarca Pérez, C., *Delitos: La parte especial del Derecho penal*, Colex, Madrid, 2015.

Luzón Cuesta, J. M., *Compendio de Derecho Penal Parte Especial*, Dykinson, Madrid, 2009.

Martínez-Buján Pérez, C., *Derecho penal económico y de la empresa, parte especial*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2011.

Martínez-Buján Pérez, Carlos, *Derecho penal económico y de la empresa*, Tirant Lo Blanch, Valencia 2013.

Molina Fernández, F., *Memento Penal 2019*, Francis Lefebvre, Madrid, 2019.

Muñoz Conde, F., *Derecho Penal parte especial*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2004.

Oliver Alfonso M. D., “Aspectos Legales y Financieros del Insider Trading”, *Actualidad Financiera*, Nº. 35, 1990, p. 2172-2180.

Rodríguez Mourullo, G., “La criminalización del uso de información privilegiada entre el sí y el no”, en: *Anales de la Real Academia de jurisprudencia y legislación*, nº 37, Madrid, 2007, p. 607-608.

Sanz, J., “El delito de abuso de información privilegiada”. En *Anales de la Facultad de Derecho*. Servicio de Publicaciones, 2012. p. 55-71.

Terradillos Basoco, J. M., “Empresa y Derecho Penal”, Buenos Aires, 2001, p. 236-238.

Zabala López-Gómez, Carlos. *Los delitos bursátiles*. La Ley, grupo Wolters Kluwer, 2011.

Recursos de Internet

Esteban, P., “Conductas prohibidas a los directivos en la Bolsa”, *El país*, 13 de diciembre de 2018 (disponible en https://elpais.com/economia/2018/12/06/actualidad/1544092726_545788.html; último acceso a 11 de abril de 2019).

Kenton, Will, 2018. Front Running. En: *Investopedia* [en línea]. Disponible en: <https://www.investopedia.com/terms/f/frontrunning.asp> [consulta: 21 marzo 2019].

Peral, M., “Absuelven a Alierta en el “caso Tabacalera” por prescripción”, *El Mundo*, 2009 (disponible en <https://www.elmundo.es/mundodinero/2009/07/17/economia/1247833437.html>; última consulta 4/04/2019).

8. ANEXO LEGISLATIVO

Normas Internacionales

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. (DOCE, L173/179).

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).

Directiva 89/592/CEE del Consejo, de 13 de noviembre de 1989, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada.

Directiva 82/121/CEE del Consejo, de 15 de febrero de 1982, relativa a la información periódica que deben publicar las sociedades cuyas acciones sean admitidas a cotización oficial en una bolsa de valores (DOCE, L 100).

Directiva 79/279/CEE del Consejo, de 5 de marzo de 1979, sobre coordinación de las condiciones de admisión de valores mobiliarios y a cotización oficial en una bolsa de valores (DOCE, L 66).

Recomendación de la Comisión, de 25 de julio de 1977, por la que se establece un Código de conducta europeo relativo a las transacciones referentes a los valores mobiliarios (DOCE» núm. 212, de 20 de agosto de 1977)

Normas Nacionales

Ley Orgánica 1/2019, de 20 de febrero, por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal, para transponer Directivas de la Unión Europea en los ámbitos financiero y de terrorismo, y abordar cuestiones de índole internacional.

Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores («BOE» núm. 275, de 17 de noviembre de 1998).

Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores («BOE» núm. 181, de 29/07/1988).

Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. («BOE» núm. 255, de 24/10/2015).

9. ANEXO DE JURISPRUDENCIAL

STJUE, de 23 de diciembre de 2009, asunto C-45/08.

STS 491/2015, (Sala segunda de lo Penal), (recurso 252/2015).

SAN 44/2014, (Sala de lo Penal), 23 de diciembre, (recurso 6/2014).

STS 1136/2010, (Sala 2ª), 21 de diciembre, (recurso 2299/2009).

SAP 768/2009, (Sección 17ª), 17 de julio, (recurso 25/2008).

STS 1136/2010, (Sala 2ª, de lo Penal), 21 de diciembre (recurso 2299/2009).

SAN 1/2014, (Sala de lo Penal, Sección 2ª), 15 de enero, (recurso 133/2011).

SAP de Barcelona 6ª 27/2010.