

USO DE INFORMACION PRIVILEGIADA; **Error! Marcador no definido.**

Miguel Bajo Fernández
Catedrático de Derecho Penal

BIBLIOGRAFIA: ARROYO ZAPATERO, Luis, El abuso de información privilegiada en el derecho español, Ponencia, "Hacia un Derecho penal económico europeo", Madrid, 1992; AUGER LIÑAN, Clemente, Delitos bursátiles, en Poder Judicial, IX, 1988; FARALDO CABANA, Patricia, Algunos aspectos de uso de información privilegiada en el mercado de valores en el Proyecto de Código penal de 1994, en Estudios penales y criminológicos, XVIII, 1995; FERNANDEZ ATELA, G, Insider trading: evolución, doctrina y regulación en los Estados Unidos de América, en Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 1988; LOPEZ BARJA Y QUIROGA, El Insider trading, en Anuario de Derecho penal, 1993; GONZALEZ CUSSAC, José Luis, El abuso de información privilegiada, en Cuadernos de Política Criminal, 1989; GONZALEZ RUS, Juan José, en VVAA, Curso de Derecho penal español, Parte especial, Madrid 1996; MARTINEZ- BUJAN PEREZ, Carlos, en Comentarios al Código penal de 1995, Vol.2, T. Vives y otros, Ed. Tirant lo Blanch; MUÑOZ CONDE, Francisco, Derecho Penal, Parte especial, Valencia 1996; SANCHEZ ANDRES, Aníbal, La reforma del mercado de valores español, en Revista de derecho bancario y bursátil, 1990; SUAREZ GONZALEZ, Carlos, en Rodriguez Mourullo- Jorge Barreiro, VVAA, Comentarios al Código penal, Madrid, 1997; RODRIGUEZ MOURULLO, Gonzalo, La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores ante el Derecho penal, en Poder Judicial, Madrid, 1988; LOPEZ LOZANO, Miguel Angel, Información privilegiada en los mercados de valores. Aportaciones de la jurisprudencia de los Estados Unidos, en La Ley, 1997; J.J.

QUERALT, Derecho penal español, Parte especial, 3ª ed. Barcelona, 1996.

I.-CONSIDERACIONES GENERALES Y DE POLITICA CRIMINAL.-

1.- Antecedentes

Cuando hablamos de uso de información privilegiada nos referimos a los comportamientos sancionados en los arts. 285-286 NCP y 81 y concordantes de la LMV¹. Es decir, informaciones, no conocidas aún por el mercado, que pueden afectar al precio de cotización de los valores y que son utilizadas en las operaciones por aquél que las obtiene en el ejercicio de su profesión. (Insider trading o *dèlits des initiès*).²

Sin duda ninguna, el antecedente inmediato del art. 285 NCP, precepto calificado por alguien con acierto de "exótico"³ y nosotros de lamentable, se encuentra en el RD 279/1984, de 25 de enero, regulador de la oferta pública de adquisiciones de acciones que estableció los deberes, para los conocedores de la oferta, de guardar secreto y abstenerse de negociar. Paralelamente, preveía la suspensión de la

¹ En el Derecho Comparado hay dos modelos en la regulación. De un lado el modelo americano que acentúa el quebranto de la lealtad a la empresa y la protección del inversor. Del otro, el modelo europeo, más preocupado por la disciplina del mercado (transparencia y correcta formación de los precios: art. 13 de la Ley de Mercado de Valores) y la protección del inversor. En definitiva, uno se apoya más en la lealtad con la empresa, mientras el otro piensa más en la lealtad con el mercado. En consecuencia se provoca alguna disparidad reguladora.

² Existen otros supuestos en los que se utiliza la expresión "información privilegiada" como equivalente a secreto pero ajenas a posibles operaciones en el mercado bursátil. Así, arts. 442 y 418

³ Recoge la referencia Rodríguez Mourullo. Para González Rus, por el contrario, ha llenado "una laguna en nuestro derecho".

cotización del valor. Sin embargo, no imponía sanción alguna y hubo de esperarse hasta la Ley 24/1988 de 28 de julio del Mercado de Valores para obtener un cuadro sistemático coherente de infracciones y sanciones en el orden bursátil y una previsión sancionatoria de los deberes de salvaguarda y abstención en lo referente a la información privilegiada. En la misma Ley se crea la Comisión Nacional del Mercado de Valores, similar a la SEC americana que vela por la "transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria..." (art. 13). En 1991 se incorpora al conjunto legislativo la reforma del Código penal derogado (CPD) y de la LMV, reforma derivada de la persecución de la corrupción política y económica en la modalidad de "tráfico de influencias"⁴.

Según opinión común, históricamente procede de la reacción normativa americana al colapso de la bolsa de Nueva York de 1929 que dio lugar a la Securities Act de 1933 y la Securities exchange Act de 1934. Dichas normas crean un cuerpo jurídico derivado de la utilización contra el insider trading de la sec. 10b de la Securities Exchange Act americana de 1934 y la regla 10b 5 aprobada por la Securities and exchange Commission (SEC) de 1942 y de la doctrina recogida en tres casos: 1) Cady, Robers & Co. (Una Compañía decide reducir dividendos. Conocido por un socio de la casa de Bolsa, vende acciones de dicha compañía a cuenta de algunos de sus clientes)⁵; 2) SEC v. Texas Gulg Sulphur (Directivos y empleados compraron acciones de la compañía minera en que trabajaban, antes de que se hiciera público el descubrimiento de importantes reservas de mineral)⁶; y 3) Investors Management (Un Banco de inversión informa a alguno de sus clientes que cierta Compañía de

⁴ Un análisis del conjunto sancionador administrativo desde la óptica de un penalista en Arroyo Zapatero

⁵ Vid. López Lozano.

⁶ Vid. López Lozano.

aviación tendría beneficios inferiores a los previstos según se conoció al preparar para ésta una emisión de deuda, con el fin de que aquéllos vendieran las acciones que tuvieran de ésta)⁷.

Las respuestas del Derecho comparado son diversas, desde la Ordenanza Francesa de 1967, británica de 1980 o la fórmula de autodisciplina alemana (*freiwillige selbtskontrolle*) hasta la Directiva 85/592 de la Comunidad europea que determina directamente nuestra regulación⁸. Se puede afirmar que el concepto de información privilegiada del art. 81 LMV (inexplicablemente reproducido en el art. 442, pero no en los arts. 285-286, todos del nuevo Código penal. NCP), las razones utilizadas por el legislador para la imposición de las sanciones y los comportamientos, proceden de la Directiva europea.

Es éste, quizás, uno de los preceptos que pudieran considerarse paradigmáticos del prurito inconfesable por la represión que padece el Código penal de 1995. De poseído de "furia represiva" calificó alguno al código vigente que puede servir de pretexto para recordar aquél lamento de Bricola sobre el principio de fragmentariedad que "ha pasado de los sueños de la Dogmática al mundo de los sueños".⁹

El delito obedece al deseo de abarcar exhaustivamente todos los comportamientos lesivos, bajo el manto protector del Código penal. Y así, la infracción castigada con sanciones civiles y administrativas en el art. 81 de la Ley 24/88 de 28 de julio del Mercado de Valores¹⁰, se convierte en delito cuando la cuantía del beneficio o

⁷ Vid. López Lozano.

⁸ Vid. López Lozano; Rodríguez Mourullo.

⁹ Citado por Arroyo.

¹⁰ Como sanciones muy graves: arts. 99 y 102.

perjuicio supera la cifra de 75 millones de pesetas.

Como apunta Arroyo, la LMV –y también, en su sector, la ley de disciplina bancaria- ha optado por una tutela puramente administrativa, y no penal, del sector bursátil, cumpliendo así con el deber de la Directiva comunitaria de establecer sanciones "suficientes". Como señala también Arroyo, en el Anteproyecto de 1992, aparece el delito de información privilegiada después de un debate bien escaso en la doctrina, pronunciándose a favor de su incriminación tan sólo dos autores¹¹.

Me sumo a la opinión de aquéllos que son contrarios a la penalización del delito de información privilegiada creyendo suficientes el delito relativo al funcionario público (art. 442) y las sanciones de tipo administrativo de la LMV¹². La norma penal resulta innecesaria, -con independencia de la imposibilidad técnica de su aplicación-, y, como tal, injusta y un auténtico cuerpo extraño dentro del Derecho penal económico. De ella decía Arroyo Zapatero, recordando el derecho de doble velocidad de Marinucci, que ha adquirido una velocidad temeraria que, parafraseando a Roxin, se convierte en la velocidad temeraria de una fuga al Derecho penal¹³.

2.- Información privilegiada y secreto

La información privilegiada (información que "no haya sido notificada, publicada o divulgada" art.442 del NCP) no es más que una modalidad de secreto, como lo prueba su equiparación en los arts. 418 y 442.

¹¹ Rodríguez Mourullo –aunque con mucha cautela según Arroyo- y González Cussac.

¹² Hasta el momento presente únicamente se ha pronunciado en este sentido Arroyo Zapatero, preconizando la acentuación del delito de funcionario y mejorando el conjunto de sanciones administrativas.

¹³ En realidad Arroyo lo extiende a todo el Derecho penal societario.

Pues bien, la revelación de este secreto (uso o suministro dice el art. 285; cesión o utilización, señala el art. 279) es punible, -en la concreta modalidad de obtención del secreto o la información por razón de la profesión-, para proteger dispares bienes jurídicos. Así, en el art. 199 se castiga al profesional que obtiene de este modo el secreto o la información para salvaguardar la intimidad; en el 279 a la misma categoría de sujetos con el fin de amparar la capacidad competitiva de la empresa; en los arts. 417 (y 418) a los funcionarios para proteger la confianza pública en el deber de sigilo; en el 442 a los "iniciados" con el propósito de custodiar la Administración pública, la causa o la cosa pública y, por fin, en el art. 285, a los profesionales para defender el mercado de valores.

Obsérvese la contradicción que supone la imposición de un secreto, la obligación de guardar sigilo, para proteger un mercado que, por principio, debe de ser exhaustivamente informado. Se dirá que la Ley de Mercado de Valores castiga igualmente el comportamiento de uso de información privilegiada e impone tal secreto obedeciendo, por tanto, a la misma contradicción. Por supuesto, pero en el mercado de valores existen otras preocupaciones y otras disciplinas impuestas a los operadores económicos que persiguen el correcto funcionamiento del engranaje. Por ejemplo, el uso de la información privilegiada -que significa lanzar al mercado una información que no debería ser aún divulgada- puede ser contraria a la disciplina de salida a Bolsa de los valores, razón por la que la Ley la sanciona. La regulación jurídica del mercado impone, en ocasiones, la suspensión de la cotización para no perjudicar a la transparencia del mercado, a la formación de los precios y a los inversores. Así, por ejemplo, se establece en el Decreto de 25 enero 1984 de Ofertas públicas de adquisición. Pero, la Ley no está pensando en ninguna lesión sustancial del mercado a consecuencia del uso de la información, sino más bien en la desobediencia, en la perturbación de la disciplina en la regulación del Mercado. De ahí que piense en sanciones administrativas. Las sanciones penales son excesivas, carecen de sentido, distorsionan toda la construcción penal del bien

jurídico y superan con creces el límite del principio de intervención mínima¹⁴.

Me sumo a aquel sector doctrinal que entiende la prohibición del uso de la información privilegiada como lesión del control o regulación del órgano supervisor del mercado que impone, de otro lado, la información total al mercado (art. 82 LMV). De ahí que rija el principio de "informar o abstenerse" o, en su caso, la suspensión de la cotización del valor mientras sea indispensable su mantenimiento en secreto. Obsérvese que, en otro caso, la conservación en secreto de la información (OPA, fusión, nuevos hallazgos etc...) perjudica gravemente al inversor, mientras que las operaciones realizadas por el consejero, gran accionista o directivo, aunque lesiona el principio de igualdad de armas, lanza al mercado un dato con un contenido revelador del que éste carece. Es decir, no es fácil decidir qué es merecedor de mayor sanción, el comportamiento consistente en incumplir el deber de información al mercado –ocultando el dato influyente en el precio del valor- o el deber de conservar la igualdad entre todos los inversores –aprovechándose de una información privilegiada y lanzando al mercado el indicio.

En esta situación, el comportamiento egoísta del insider que vende o compra debe de ser evitado porque lesiona los intereses del propio mercado o, según la versión americana, porque infringe el deber de lealtad con el emisor del valor. En todo caso, es suficiente con sanciones distintas a las de prisión.

Según Muñoz Conde, el precepto que se esconde tras el art. 285, tiene origen en los escándalos económicos y financieros del año 1993. De ahí que el precepto no se ubicara entre los delitos societarios –como optó el Proyecto de 1992- y que con él se

¹⁴ Según Faraldo Cabana la normativa estadounidense es de carácter civil y penal y hasta el año 1978 no se persigue penalmente un caso (el conocido de Chiarella). Obsérvese además que en la elaboración de la directiva europea –señala González Cussac- no triunfaron las tesis criminalizadoras en la redacción del texto, sino las que invitan simplemente a "sancionar" en la medida de lo necesario, sin calificar la sanción de penal, administrativa, civil etc...

pretendiera "robustecer la confianza en ese mercado, malparada por esos escándalos". Probablemente, tenga ese origen, pero el resultado es inaceptable. Se ha conseguido utilizar el Derecho penal como instrumento de intereses partidistas para simular una honestidad que los gobernantes no tenían. Probablemente el precepto haya que colocarlo en el mismo listón que la única detención ordenada por la Fiscalía en muchas décadas, la del Gobernador del Banco de España según conveniencias del Presidente del Gobierno, que, por supuesto, hasta ahí podríamos llegar, estaba legalmente sustentada.

II.- PROBLEMÁTICA SOBRE EL OBJETO DE PROTECCION.-

1.- Razones político criminales.-

Sobre la oportunidad de castigar a quien se enriquece por el uso de información privilegiada, existen posiciones encontradas en la doctrina mercantil. Aparte de las consideraciones de estricto carácter mercantil, oscurecen también la cuestión otros debates de índole administrativo y privado que afectan al problema, sobre todo en su dimensión iuscomparatista. Tales son el poder sancionador de la Administración pública y la responsabilidad de las personas jurídicas. En cuanto al primero, hay que tener en cuenta que la Administración pública carece de poder sancionador, o lo tiene en una dimensión muy leve, en algunos países y, en todo caso, su alcance es muy dispar en los distintos derechos nacionales. Por esa razón, el Derecho comparado (el precedente americano o las directivas comunitarias) deben interpretarse en este contexto. El relativo a la responsabilidad de las personas jurídicas obliga a una idéntica prevención, dado que cada ordenamiento tiene regulación propia sobre las entidades mercantiles y, en general, sobre las personas morales.

Aunque se va extendiendo inexorablemente el castigo de la utilización desleal de información privilegiada como "delit des initiés" o insider trading, es lo cierto que no toda la doctrina aprueba esta regulación.

En contra de sancionar el hecho se arguye que no se produce perjuicio ni al inversor ni al mercado, que se corrige el precio del valor acercándolo a su estimación real, que sirve de incentivo legítimo y elemento remunerador de los consejeros o directivos de las compañías sin costo para éstas y que, incluso, podría favorecer la competencia al conocer el concurrente el dato, pudiendo operar en consecuencia.

Efectivamente no hay reales perjudicados. En términos jurídico penales diríamos, que es un delito sin víctima. Como es sabido, se mantiene que el uso de la información privilegiada perjudica a los inversores. Esto no es ni siquiera mínimamente cierto. Lo que perjudica a los inversores es no conocer la información que se le oculta. Componente esencial del mercado es la información. De ahí que se dijera que si la información se eliminara, el mercado desaparecería¹⁵. Para recibir información y total información nacen las lonjas y las ferias. Y cuando la mercancía es ideal, representativa y simbólica, como es el valor, la esencialidad de la información aumenta lo que evidencia que es el secreto, el sigilo y la ocultación de la información lo que perjudica al inversor. Cuando el directivo de la empresa compra o vende acciones de su propia Compañía, el mercado queda, al menos indiciariamente, informado¹⁶. Usar de la información privilegiada perjudica, entonces, menos de lo que favorece.

Incluso se ha llegado a decir que la información privilegiada pertenece a la esencia

¹⁵ De Benito; Rodríguez Mourullo.

¹⁶ Más aún si, como en el sistema americano, los consejeros y directivos tienen obligación de comunicar a las autoridades bursátiles (SEC) la propiedad de las acciones que posean y sus variaciones.

del sistema. La eficiencia del mercado "se subordina en gran medida a la actividad de quienes, con gran esfuerzo por su parte, consiguen informaciones y conocimientos no divulgados, procediendo a su disfrute y garantizando de este modo un continuo flujo de nuevas informaciones"¹⁷. Item mas, quien debería de ser castigado es quien decide sustraer al mercado la información necesaria para la correcta formación de los precios: decisión sobre una OPA, reducción de beneficios, hallazgo de una explotación minera etc.... . Los inversores que negocien (compre o vendan) resultarán perjudicados si lo hacen en la ignorancia de que al día siguiente el precio cambiará por una información que se les estaba ocultando. Esta paradoja explica las precauciones y excepcionalidades previstas en la Ley para mantener en secreto un dato trascendente para la formación de los precios. Así, y como venimos repitiendo, sólo se puede sustraer una información al mercado, es decir, sólo es legítimo el secreto, cuando afecta a los intereses de la entidad, se comunica a las autoridades (en nuestro caso, la CNMV) y ésta concede la licencia (art. 82 LMV). La dispensa sólo puede ser concedida suspendiendo la cotización, para no perjudicar al inversor que negocia en el sentido contrario al que hubiera adoptado de conocer la particularidad difundida¹⁸.

El principio de intervención mínima que conforma el sistema jurídico penal, no explica una intervención en un mundo como el de la Bolsa en el que todo es oscuro de por sí, pudiendo suponer la intervención del Derecho penal "una moralización innecesaria y desafortunada"¹⁹.

De otra parte el uso de información privilegiada contribuye a otorgar al título su valor real. Téngase en cuenta que en la medida en que la operación en el mercado es

¹⁷ Faraldo Cabana.

¹⁸ Vid. Art. 12 R.D. 25 enero 1984 sobre Ofertas públicas de acciones.

¹⁹ Cfr. González Cussac.

realizada por un insider, por un initiés, el mercado recibe indiciariamente la información que se le está ocultando. El valor sube o baja en la cotización, no ya sólo por el significado económico de la operación y su cuantía, sino también por el hecho de ser realizada por un profesional (consejero, directivo etc...) que se supone enterado de las condiciones en que se encuentra la entidad emisora.

En definitiva, el uso de la información privilegiada contribuye a la correcta formación de los precios y a la transparencia del mercado. Cuando el insider negocia, el mercado analiza el significado de que un iniciado, es decir, un consejero, o directivo o gran accionista, compra o venda inesperadamente, el inversor puede obrar en consecuencia y, por tanto, el precio se acomoda a la realidad.

A favor de que el comportamiento se sancione, se invoca que lesiona el principio de igualdad entre los inversores constituyendo, en consecuencia, auténtica competencia desleal. De aquí los comentaristas han derivado toda clase de conclusiones, desde que al debilitar la confianza de los agentes económicos queda afectada toda la economía, hasta que el propio sistema democrático se ve involucrado ya que el principio afectado (igualdad de los inversores) es un principio democrático.

Además, pondría en peligro la confianza del inversor en el mercado sobre todo por el fenómeno de la rápida internacionalización del comportamiento. Por último, es un quebrantamiento de la lealtad con la entidad emisora, aspecto especialmente relevante en el sistema americano.

2.- Bien jurídico.-

La doctrina mayoritaria señala el mercado como bien jurídico protegido en el delito del art. 285 del Código penal. Esta vaga referencia a un objeto de definición

imprecisa, unos la entienden como "transparencia y fiabilidad del mercado"²⁰ o "correcto funcionamiento del mercado"²¹; otros como el principio de "conurrencia en condiciones de igualdad de todos los inversores"²², lo que constituye principio básico de la economía mercado. En definitiva, para la doctrina mayoritaria es el normal funcionamiento del mercado y la igualdad de inversores y operadores en Bolsa²³, lo que se convierte en objeto de protección del precepto.

Dicho objeto de protección debe entenderse en el mismo sentido que señala el art. 13 de la LMV cuando describe el cometido de la Comisión (CNMV): "la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios y la protección de los inversores". Es decir, los elementos claves del bien jurídico giran alrededor de tres elementos: la transparencia, los precios y los inversores.

Sin embargo, no se puede excluir tampoco como objeto de protección, aunque sea indirecto, la lealtad frente a la emisora de los valores desde el momento en que el art. 285 incluye como sujetos activos, tanto a los empresarios del sector bursátil (agentes, sociedades de valores etc...) como a los profesionales de la compañía emisora del valor (consejero, accionista, directivo, asesor etc...). Ciertamente es que lo hace porque tanto unos como otros lesionan los intereses del mercado y porque tanto unos como otros son insiders o initiés, pero la observación sigue siendo válida porque no había necesidad de hacer el listado del sujeto activo en el precepto. En definitiva, de los arts. 285 y 286 y de la interpretación sistemática con todo el derecho administrados sancionador de este sector bursátil, se deduce la consecuencia de que el objeto de protección es el mercado, sin embargo no podemos ignorar que también, aunque fuere de manera indirecta, se toma en cuenta el quebrantamiento de la lealtad con la entidad emisora del valor.

²⁰ Queralt en su Manual.

²¹ Así, Gonzalez Rus, Curso.

²² Nuñez Conde.

²³ Rodriguez Mourullo.

Esta función tuitiva del precepto penal, sólo es posible conseguirla mediante la información total, sin secretos, de los acontecimientos que puedan influir en la formación de los precios. Sólo con la información, puede considerarse el mercado transparente, el precio correctamente formado y el inversor protegido. La Ley es bien explícita en esta cuestión cuando en el art. 82 de la LMV impone al emisor del valor el ineludible deber de "informar al público de todo hecho o decisión" que pudiera influir en la cotización del valor.

Obsérvese que la información privilegiada, es decir, la información no pública, "pertenece a la esencia del sistema"²⁴, por lo que se exige sea comunicada al mercado para darle transparencia y conseguir igualdad entre los inversores. Y en esa comunicación, el emisor del valor debe desplegar la mayor de las diligencias, porque debe hacerlo "en el más breve plazo posible". La existencia, pues, de un secreto, de un conocimiento que no debe ser conocido por el mercado, es extraordinariamente excepcional y necesita ser legitimado por la Ley que exige, en primer lugar, que afecte a los intereses legítimos del emisor del valor y el control de la Comisión en el sentido de que ésta otorgue la dispensa de informar al mercado, suspendiendo paralelamente su cotización.

Como es evidente, el bien jurídico es de los de carácter colectivo y no individual por lo que no son objeto de protección los intereses individuales²⁵, constituyendo un genuino delito económico²⁶. Sin embargo, sorprenderá al observador que el art. 285 haya referido la pena a la obtención de un beneficio concreto o la causación de un perjuicio de la misma cuantía: setenta y cinco millones. Creo que no debe de entenderse más que como límite con la infracción administrativa. Con todo, esta circunstancia y el hecho de que estemos en presencia de un delito semipúblico, en el

²⁴ Así Arroyo Zapatero.

²⁵ Por todos C. Suárez.

sentido de que no se puede proceder contra el culpable si no es por denuncia de la persona agraviada (art. 287), posibilita que alguien defienda la tesis de estar en presencia de un delito lesivo de intereses patrimoniales individuales. Solamente se podría oponer la razón de que tal entendimiento haría venir abajo toda la construcción sancionadora del Ordenamiento jurídico que considera el delito del art. 285 como epígono del conjunto de infracciones de la LMV. Sin embargo, qué duda cabe que hubiera sido más propio y evitaría menos problemas de interpretación, concebir el delito como delito de peligro sin concretar perjuicios o beneficios que harán todavía más inaplicable el precepto.

En otros Ordenamientos, como el americano al que por razones obvias debemos de prestar especial atención, el objeto de protección gira alrededor de otra idea como venimos insistiendo, en concreto alrededor de los intereses de la compañía emisora y de los inversores. Prima sobre cualquier otra consideración la idea del quebrantamiento de la lealtad con la compañía, es decir, con la emisora del valor, razón por la cual se concibe el delito como lesivo de intereses individuales, hasta el punto de que la compañía puede reclamar contra el infractor. Recientemente, también la lealtad con el mercado al operar con datos desconocidos para el resto, empieza a ser considerada en la jurisprudencia de los EEUU, de modo que se impone el principio de "informar o abstenerse"²⁷.

Sin poder negar la diferencia propia de las normativas americana y europea, qué duda cabe de que existe una ineludible aproximación, probablemente a través del principio de igualdad de armas entre los inversores. Esa aproximación, como hemos señalado, significa que en el Derecho americano también se pone la mira en la protección del mercado. Del mismo modo, en el Derecho europeo se toma en consideración la lesión de la lealtad hacia a la compañía emisora protegiendo, por

²⁶ Muñoz Conde.

²⁷ Vid., por todos, López Lozano.

tanto, intereses empresariales²⁸. Prueba de ello es que el art. 285 incluye como sujetos activos, no sólo a los empresarios del sector, sino también a los profesionales de la entidad emisora.

III.- INFORMACION PRIVILEGIADA Y SU PROBLEMÁTICA.-

1.- Conducta y objeto material de la conducta.-

La Ley utiliza dos verbos para describir la conducta punible: usar o suministrar información relevante²⁹.

Del contexto del precepto y de la interpretación sistemática, se deriva que el comportamiento abarca exclusivamente el caso de "realizar cualquier tipo de operación sobre los valores a que la información se refiera" (art.81,a LMV) porque sólo en este caso se puede obtener el beneficio o producir el perjuicio a que se refiere el precepto que comentamos. Realizar operaciones por y para sí, o sea usar, o realizar dichas operaciones a través de otro, o sea, suministrar, es la conducta castigada en el precepto cuando produzca un beneficio o un perjuicio superior a 75 millones de ptas. No abarca, pues, los comportamientos de "preparar", simple "comunicar" o "recomendar", castigados con sanciones de índole administrativa en los demás números del art. 81 LMV.³⁰

Como venimos diciendo, la conducta debe producir un resultado consistente en un

²⁸ Vid. González Cussac, quien cita en este sentido, además a Stratenwerth.

²⁹ González Cussac, como consideración de lege ferenda, decía en 1989 que no debería ser castigado el comportamiento de uso sino el "abuso" entendido como "violación de una determinada relación de fidelidad o lealtad". Es coherente con su posición sobre el bien jurídico protegido dirigido al quebrantamiento de la lealtad con la emisora del valor. Condiciona también el sujeto activo que debe incluir, al menos, a los profesionales de la empresa, como así hace el texto vigente.

³⁰ Para Martínez-Buján no puede ser típica la simple conducta de comunicar.

beneficio o un perjuicio (o, naturalmente ambos a la vez) superior a 75 millones de ptas. Para Muñoz Conde esta es una condición objetiva de punibilidad ya que la cuantía de 75 millones no sólo es una indicación de límite entre infracción administrativa y delito, sino también una voluntad de dejar impune la tentativa, lo que no sería posible de entender el beneficio o perjuicio como resultados del delito. Invoca también como prueba la forma de determinación de la multa, en función del beneficio o favorecimiento³¹. Estoy de acuerdo con este autor que no es punible la tentativa, porque no sería más –añado yo- que el "preparar, comunicar o recomendar" sancionados administrativamente en el art. 81 LMV, pero eso no obliga a entender el beneficio o perjuicio del art. 285 como condiciones objetivas de punibilidad. Son auténticos resultados que deben ser abarcados por el dolo³², producidos causalmente e imputables a la conducta del autor.

A efectos probatorios, quizás la cuantía del beneficio no revista especiales dificultades. Pero, la determinación del perjuicio contiene inconvenientes de difícil superación. La jurisprudencia americana estableció que la acción de responsabilidad podrá ejercitarse por cualquier persona que hubiera negociado en sentido contrario al insider durante el período en que éste hubiera negociado sobre la base de la información privilegiada, aunque se reconoce la imposibilidad de demostrar que el perjuicio haya sido causado por el comportamiento del insider³³.

Usar y suministrar son verbos activos que no incluyen ningún comportamiento omisivo³⁴. Es evidente que, si el legislador hubiera querido comprender conductas tales como no impedir que otro llegue a conocer la información privilegiada o no llevar a cabo una operación que se tenía previsto realizar, hubiera descrito el

³¹ Manual.

³² Aunque fuere normalmente dolo eventual. Vid, González Rus, Manual.

³³ Shapiro v. Merrill Lynch. Vid. López Lozano.

³⁴ Coincido, pues, con González Rus que no es punible la omisión. En contra Muñoz Conde.

comportamiento punible de forma distinta al simple verbo de usar o suministrar.

Con un lenguaje ciertamente alambicado, el precepto describe el objeto material de la acción como alguna información. Dicha información, tal y como se deduce de la exégesis natural, tiene que reunir tres requisitos: a) que sea relevante para la formación de los precios; b) que sea reservada, es decir, mantenida en secreto legítimo conforme al art. 82 LMV y c) que se haya obtenido a través de la actividad profesional o empresarial.

En definitiva, objeto material de la acción es la información privilegiada. Precisamente es esta expresión la que sirve en nuestro idioma para identificar este sector del Derecho bursátil sancionador. Por el contrario, como es sabido, en Derecho comparado son más usadas las voces insider trading o delits des initiès. En nuestro derecho encontramos dos definiciones de lo que debe entenderse por información privilegiada entre los delitos de revelación de secretos de los funcionarios (art.442)³⁵ y en el art. 81 de la LMV³⁶, ambas incompletas al no recoger todos los requisitos exigidos por la propia ley y que tienen su origen en el art. 6 de la Directiva de 13 noviembre 1989 de la Comunidad Europea³⁷. Decimos que, en primer lugar, esa información tiene que ser relevante para la formación de los precios. Es decir, que de haberse conocido, podría influir sobre la formación de los precios. Una oferta pública de acciones, fusión de empresas, disminución de los beneficios por pérdida de un contrato con la Administración, etc... son datos que

³⁵ "Información de cualquier carácter concreto que se tenga exclusivamente por razón del oficio o cargo público y que no haya sido notificada, publicada o divulgada" art. 442 NCP.

³⁶ "Información de carácter concreto, que se refiera a uno o varios emisores de valores o a uno o varios valores, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría o habría podido influir de manera apreciable sobre la cotización de ése o de esos valores" art. 81 LMV.

³⁷ "Toda información inaccesible o no disponible para el público que tenga un carácter preciso y que se refiera a uno o varios emisores de valores mobiliarios y que, de hacerse pública, influiría de forma sensible sobre la cotización de ese valor o valores mobiliarios". Art. 6 de la Directiva.

pueden influir razonablemente en la decisión de comprar o vender de un inversor³⁸.

El art. 285, en este punto, describe la información relevante en función de la "cotización de cualquier clase de valores o instrumentos negociados en algún mercado negociado, oficial o reconocido". Todos estos son elementos normativos del tipo sobre cuyo sentido habrá de recurrirse al Derecho mercantil, en concreto, el bursátil (LNMV)³⁹. Por otra parte, la información tiene que ser reservada lo que sólo es posible si se tiene la dispensa del deber de informar al público por la razón de atender contra sus intereses, dispensa que sólo emite la Comisión, en otro caso la información privilegiada es ilegítima y, por tanto, impune su uso o suministro. Esta conclusión, es compatible con el bien jurídico protegido. Sin embargo, de entender, como en la jurisprudencia americana, que lo que se quebranta es el deber de lealtad con el emisor del valor, quizás tuviéramos que llegar a otra conclusión. Por último, la información debe haberse obtenido como consecuencia de la actividad profesional o empresarial. Esta es la cuestión del sujeto activo que vemos a continuación.

2.- Sujeto activo.-

Es indudable que si el art. 285 exige para ser responsable, tener "acceso reservado con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial", estamos ante un delito especial. Solamente pueden ser sujetos activos del delito, el profesional del sector en que se emiten los valores o instrumentos y el empresario emisor, que usen o suministren la información privilegiada. Qué se entiendan por tales depende

³⁸ Sobre la racionalidad del inversor la jurisprudencia americana ha afinado mucho. Así, se ha sostenido que el insider no puede negociar inmediatamente después de haberse hecho pública la información sino que debe esperar a que ésta se haya difundido de modo razonable. Vid. SEC v. Texas Gulf Sulphur citado por López Lozano.

³⁹ Para Muñoz Conde la información debe referirse a "valores o instrumentos negociados", es decir, a acciones y obligaciones de sociedades mercantiles, títulos de la Deuda Pública, cédulas y bonos hipotecarios, participaciones en fondos de inversión y cualesquiera otros que sean susceptibles de negociación como letras del tesoro, letras de cambio, pagarés...). Vid. Faraldo Cabana.

de la interpretación natural y sistemática con los arts. 279 y 442.

La referencia a la actividad profesional excluye, evidentemente, a los funcionarios de la Comisión o de las propias Bolsas de valores, que serían castigados por el art. 442. Han de incluirse, por supuesto, los profesionales de la propia entidad emisora como consejeros, directivos y altos empleados. Pero el terreno se hace resbaladizo o entramos en zona de penumbra cuando nos preguntamos, por ejemplo sobre la información obtenida de forma casual o la obtenida por empleados del nivel inferior⁴⁰ o profesionales o asesores externos etc...

A mi juicio, es preciso tener en cuenta que, en orden al sujeto activo, es fundamental un criterio interpretativo que depende del bien jurídico. Hemos señalado para el precepto que comentamos que es el mercado el objeto de protección entendido en su triple vertiente de transparencia, formación de precios e igualdad de los inversores (art. 13 LMV). Otros objetos de protección, como la lealtad con el emisor, podrán haberse tomado como fin directo de tutela en preceptos del derecho regulador del insider trading, pero no del art 285 NCP lo que debe traer consecuencias tales como limitar al Derecho administrativo sancionador determinadas condiciones de sujeto activo.

Entiendo que en la relación profesional a que se refiere el art. 285 debemos incluir a quienes tienen dedicación profesional a la negociación en el mercado de valores como agentes de cambio y bolsa, corredores, operadores financieros, responsables de sociedades de bolsa etc... y en la relación empresarial a los responsables de las entidades emisoras tales como socios, consejeros, directivos etc.... En unos y otros debe de concurrir el principio de que su actividad profesional les lleve necesariamente al conocimiento reservado, es decir, les sitúe en el conocimiento de

⁴⁰ Se excluyen, naturalmente quienes no han obtenido la información por motivos profesionales como los auxiliares o las secretarias. Vid. C. Suárez. Suárez los incluye.

la información privilegiada (insider).

Obsérvese, sin embargo, que debemos eliminar de aquí a todo funcionario o empleado público cuyo comportamiento deberá perseguirse, o bien por la vía de la revelación de secretos de funcionario de los arts. 417 o de las negociaciones prohibidas a los funcionarios del art. 442. Como también debe quedar fuera del precepto el caso del particular que obtenga la información privilegiada de un funcionario, penado ya en el art.418. Una buena parte de casos subsumibles en el art. 285 los serán también en el art. 279 relativo a la revelación de secretos de empresa. La cuestión sobre cuál sería el precepto aplicable debe resolverse como incógnita concursal, sin que la determinación del sujeto activo tenga relevancia a tales fines.

A efectos del sujeto activo en el precepto que comentamos, juegan papel fundamental también los criterios básicos de la actuación en nombre de otro del art. 31. Porque cuando de personas jurídicas se trata o se obra en nombre y representación de otro, la idea de haber realizado el hecho, aunque sea en parte, y tener cargos de responsabilidad y dirección, es determinante para su inclusión o no como sujeto activo o insider o initié. Cualesquiera otro, aunque llamado al conocimiento reservado, sólo sería sancionado por cualquier otro precepto de la LMV, pero no a través del art. 285 NCP.

Tiene razón De Benito cuando indica la necesidad de implicar como iniciados a "cuantas personas componen la nervatura del sistema financiero"⁴¹ pero, apuntamos nosotros, no todas han de ser sujetos activos del precepto penal, pudiendo serlo de otras normas sancionadoras no penales. Así, cita el mencionado autor a consejeros, ejecutivos y grandes accionistas de sociedades; agentes de Bolsa, sus empleados,

⁴¹ Vid. Rodríguez Mourullo.

empleados y directivos de las Juntas Sindicales, Jefes y empleados de cartera de Bancos y directivos y ejecutivos de Sociedades de Administración y Gestión de carteras; por último, ejecutivos y miembros de los Consejos de Bancos oficiales, de Ministerios económicos, de organismos autónomos de carácter similar.

La jurisprudencia americana, por supuesto completamente ajena a nuestra distinción entre sujeto activo, autor y partícipes, ha castigado a empleados de Banco⁴², trabajadores de imprenta⁴³, el responsable de la división de fusiones y adquisiciones internacionales de Merrill Lynch contra el que se pidió una pena de cinco años de prisión⁴⁴ y a cualquiera que esté en posesión de información privilegiada (tipper) y la traspase a otro (tippee)⁴⁵.

Obsérvese que también en nuestro derecho serían probablemente castigados estos sujetos, pero con la salvedad de que habrían incurrido en muchos casos en simple infracción administrativa y de que, en otro caso, serían responsables como partícipes y no como autores, sin que pueda afirmarse que siempre cayeran bajo el título de sujetos activos.

Igualmente la jurisprudencia americana resuelve la información obtenida de manera casual, sancionando al outsider por quebrantamiento de la lealtad debida a la fuente de la información. De este modo, en la regulación jurídica de los EEUU, no es ya

⁴² Cita López Lozano el caso USA v. Newman relativo a dos empleados de un banco de inversión que, provistos de la correspondiente información confidencial sobre una OPA entre empresas clientes del banco, encargaron a diversos traders la compra de acciones de la compañía en cuestión.

⁴³ También López Lozano cita el caso SEC v. Materia en que se castiga a dos empleados de imprenta que obtuvo la información confidencial en la memoria que se imprimía en su establecimiento.

⁴⁴ Citado por López Lozano. Parece que llegó a conformidad con la acusación pagando la suma de tres millones de dólares.

⁴⁵ Vid. López Lozano que cita el caso de SEC v. Texas Gulf Sulphur y Chiarella v. USA.

tanto la infracción del deber de lealtad con el emisor del valor lo que se sanciona, como la ruptura de la fidelidad con el mercado frente al cual un comportamiento leal obliga a "informar o abstenerse". Esta amplitud quizás sea admisible frente al Derecho administrativo sancionador español. Pero, a mi juicio, el conocimiento casual de la información privilegiada, debe permanecer fuera del art. 285 del NCP⁴⁶.

3.-La pena.-

Juraría no equivocarme si digo que el legislador no se ha preocupado de que las penas de los delitos relativos a la revelación del secreto por parte de quien lo obtuvo a través de su profesión, fueran coherentes sistemáticamente. En cualquier caso la pena de uno a cuatro años de prisión es especialmente severa. Obsérvese que la pena de multa se separa de lo habitual en el Código, como ocurre en otros delitos económicos, fijándose en función del beneficio, lo que no hace, sorpresivamente, en la agravación del art.286.

El art. 286 impone para los supuestos agravados (habitualidad, notoria importancia y grave daño) multa de doce a veinticuatro meses y aumenta el límite máximo de la prisión hasta seis años, lo que ha permitido decir a algún autor que "representa la imposición de la pena superior en grado"⁴⁷.

Martínez-Buján aventura la tesis de recurrir a la analogía del art. 72 para aplicar la pena agravada en su mitad inferior si únicamente concurre una circunstancia

⁴⁶ En este sentido Martínez-Buján: "queda fuera...el receptor casual ('casual tip')... y ... el receptor secundario ...que es el sujeto que conscientemente adquiere la información reservada del iniciado primario directa o indirectamente (e. de la esposa o hermano de éste)".

⁴⁷ Martínez-Buján, quien añade la observación de que, en virtud del art. 14,2, el error sobre las causas de agravación obligará a imponer el tipo básico.

agravante y, en su mitad superior, si concurren dos o las tres⁴⁸.

⁴⁸Martínez-Buján, recurriendo a la analogía.