

UNIVERSIDAD DE ALCALÁ

FACULTAD DE DERECHO

Departamento de Fundamentos del Derecho y Derecho Penal



**EL DELITO DE USO DE INFORMACIÓN
PRIVILEGIADA EN EL MERCADO DE VALORES,
ESPECIALMENTE EN EL DERECHO PENAL ESPAÑOL
(Art. 285 CP)**

TESIS DOCTORAL

Presentada por: D. José Zamyr Vega Gutiérrez

Director: Prof. Dr. Dr. h. c. Diego-Manuel Luzón Peña
Catedrático de Derecho Penal

Alcalá de Henares a 16 de julio de 2010

ÍNDICE

ÍNDICE DE ABREVIATURAS.....	13
RESUMEN.....	17
ABSTRACT.....	19
INTRODUCCIÓN	21

CAPÍTULO I

PROLEGÓMENOS SOBRE EL “INSIDER TRADING” COMO FENÓMENO BURSÁTIL

I. Ideas liminares	25
1. Cuestiones terminológicas	26
2. Origen y evolución del insider trading	29
3. Consideraciones político-criminales a favor y en contra de la regulación del insider trading.....	40
3.1) Argumentos a favor de la desregulación de las operaciones de iniciados	40
a) Ausencia de perjuicios para el inversor. El insider trading como delito sin víctima (victimless crime)	41
b) Incremento de la eficiencia del mercado	41
c) Efectos positivos para la sociedad cuyos valores son objetos de la operación	42
3.2) Argumentos a favor de la prohibición del insider trading	42
a) Crítica a la pretendida eficacia informativa	42
b) Crítica a la permisibilidad del uso de información privilegiada como mecanismo de incentivo	43
c) Repercusiones negativas del insider trading sobre el principio de divulgación inmediata de las informaciones que puedan afectar a las cotizaciones	44
d) La lesión de la confianza en el sistema bursátil	44
e) Argumentos éticos y de justicia a favor de la prohibición	45
4. El delito de iniciados ¿manifestación del llamado “Derecho penal simbólico”? ..	46
4.1) Toma de posición.....	48
5. Evolución del Derecho de iniciados en Europa	54
5.1) La Propuesta de Directiva sobre operaciones de iniciados	55
5.2) La Directiva 89/592/CEE, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada	58
5.3) 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)	59
5.4) La Directiva 2003/124/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la definición de y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación de mercado	61
6. Antecedentes legislativos del insider trading en la legislación española	62
6.1) Las operaciones de iniciados en la LMV.....	63

6.2) El RD 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado	67
6.3) Antecedentes jurídico-penales del insider trading.....	68

CAPÍTULO II
EL BIEN JURÍDICO PROTEGIDO EN EL ART. 285 CP

Sección primera
Breves notas sobre el bien jurídico en el Derecho penal clásico
y en el derecho penal económico

I. Planteamiento de la cuestión	71
II. El bien jurídico protegido: consideraciones generales.....	72
1. <i>Antecedentes históricos</i>	72
1.1) La concepción de BINDING.....	76
1.2) La aportación de von LISZT	77
1.3) Tesis constitucionalistas	78
1.3.1) Críticas a las posturas constitucionalistas	81
1.4) Teorías sociológicas	83
1.4.1) La idea del “interés” como bien jurídico protegido.....	83
1.4.2) El bien jurídico como “valor”	84
1.4.3) Otras posturas.....	85
1.4.4) Críticas a las tesis sociológicas.....	86
1.5) Conclusiones y toma de posición	87
2. <i>De las funciones del bien jurídico</i>	88
2.1) <i>Función de límite y orientación del ius puniendi</i>	89
2.2) <i>Función sistemática</i>	91
2.3) <i>Función interpretativa (exegética)</i>	92
2.4) <i>Función de criterio de medición y determinación de la pena</i>	92
3. <i>El bien jurídico en el Derecho penal económico</i>	93
3.1) <i>Consideraciones previas</i>	93
3.2) <i>La distinción entre bien jurídico inmediato y bien jurídico mediato</i>	95
3.3) <i>Las diversas caracterizaciones de los bienes jurídicos en el Derecho penal económico:</i> ..	99
3.3.1) Los bienes individuales y bienes supraindividuales o colectivos; bienes sociales generales y bienes sectoriales difusos	99
3.3.2) Delitos económicos orientados a la protección de un bien colectivo general institucionalizado no individualizable.....	106
3.3.3) Delitos económicos orientados a la tutela de un bien colectivo institucionalizado individualizable. Aproximación a la teoría de los bienes jurídicos intermedios	110
3.3.4) Delitos económicos orientados a la tutela inmediata del patrimonio individual y mediata de un bien supraindividual general.....	112
3.4) <i>Recapitulación y toma de postura</i>	113

Sección segunda
El contenido de lesividad de las operaciones con información privilegiada bursátil

III. Distintas teorías sobre el bien jurídico protegido en el delito de <i>insider trading</i>	117
1. La protección de intereses privados	121
1.1) <i>Los intereses societarios como bien jurídico</i>	121
1.1.1) La teoría del deber fiduciario (fiduciary duty theory).....	122
1.1.2) Teoría de la apropiación indebida (misappropriation theory).....	125
1.1.3) Los daños patrimoniales a la sociedad.....	126
1.1.4) Daños a la reputación de la empresa.....	128
1.1.5) Críticas a la consideración de los intereses societarios como bien jurídico protegido	132
1.1.6) Posición personal: exclusión de los intereses societarios del ámbito de protección.....	136
1.2) <i>El patrimonio del inversor como objeto de protección</i>	138
1.2.1) ¿Existe un perjuicio patrimonial para los inversores que realizan operaciones en el mismo sentido que el iniciado?	143
1.2.2) La exclusión del patrimonio individual del objeto de tutela: ausencia de nexo causal e inconsistencia de las operaciones bursátiles	144
1.2.3) El <i>insider trading</i> como delito sin víctima (<i>victimless crime</i>)	147
1.2.4) La inexistencia de perjudicados en el <i>insider non-trading</i>	150
1.2.5) Valoración crítica de la inexistencia de relación de causalidad entre la operación del iniciado y el perjuicio del inversor	150
1.2.6) La dificultad de probar el perjuicio económico y de cuantificar los daños	153
1.2.7) Acciones indemnizatorias contra el <i>insider trading</i> en la legislación española..	154
1.2.8) Toma de posición: eventual concurrencia de perjuicios en el patrimonio individual del inversor que, sin embargo, no está amparado por la normativa <i>anti-insider</i>	156
2. La protección de intereses públicos.....	157
a) El modelo de protección del inversor-consumidor	157
2.1) El bien jurídico relativo a la igualdad de oportunidades: el acceso equitativo a la información	157
2.1.1) Origen y antecedentes.....	158
2.1.2) La igualdad de oportunidades en Europa	160
2.1.3) La igualdad de oportunidades como objeto de tutela en España	163
2.1.4) Críticas a la igualdad de oportunidades como objeto jurídico.....	165
2.1.5) Posición personal: la igualdad de oportunidades como punto de partida para la concreción del bien jurídico protegido en el <i>insider trading</i>	168
2.2) <i>La confianza del inversor como objeto jurídico protegido</i>	169
2.2.1) Críticas a la confianza del inversor como objeto de tutela penal.....	175
2.2.2) Posición personal	175
b) El modelo del “mercado eficiente”	176
2.3) <i>El correcto funcionamiento del mercado bursátil como bien jurídico-penal</i>	176
2.3.1) El correcto funcionamiento del mercado como bien jurídico mediato.....	179
2.3.2) Las funciones de la Bolsa como bienes jurídicos inmediatos.....	180

2.3.3) Valoración crítica	184
2.3.4) Toma de posición	186
2.4) <i>Otras posiciones en torno al daño irrogado al mercado de valores</i>	186
2.4.1) El retraso en la divulgación de la información privilegiada	187
2.4.2) Críticas a esta postura	188
2.4.3) La difusión de noticias falsas y la manipulación de las cotizaciones	188
2.4.4) El orden económico como posible bien jurídico protegido	189
2.5) <i>Otras posiciones</i>	193
2.5.1) La participación de los inversores en el mercado de valores como objeto de tutela penal (<i>Ruiz Rodríguez</i>)	193
2.5.2) El deber de lealtad hacia la contraparte de la transacción como bien jurídico protegido (<i>Jericó Ojer</i>)	195
2.5.3) La justicia informativa de las cotizaciones como bien jurídico en sentido técnico (<i>Prieto del Pino</i>)	196
2.6) <i>Recapitulación y toma de postura</i>	197

CAPÍTULO III ANÁLISIS DOGMÁTICO DEL DELITO DE USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL MERCADO DE VALORES (ART. 285 CP)

Sección primera Elementos del tipo objetivo

I. El tipo objetivo del art. 285.1 CP.....	199
1. Los destinatarios de la norma penal: el sujeto activo del delito	199
1.1) Delimitación del <i>insider trading</i> en el plano de los sujetos activos	200
1.2) El modelo asumido en el CP español	202
1.2.1) <i>El círculo de sujetos activos: los iniciados primarios</i>	204
a) La remisión a la LMV y a las Directivas comunitarias como criterios de delimitación	208
2. El <i>insider trading</i> ¿delito de infracción de deber?	210
2.1) Los <i>Pflichtdelikte</i> : génesis, contenido, algunas tesis	211
2.2) Naturaleza del deber especial infringido	214
2.3) Consecuencias dogmáticas de los <i>Pflichtdelikte</i>	215
2.4) Los delitos de infracción de deber y su relación con los delitos especiales	218
2.5) Críticas formuladas a los delitos de infracción de deber	223
2.6) Toma de postura: el <i>insider trading</i> como delito especial de dominio	225
3. El sujeto pasivo	227
3.1) Toma de postura	230
4. <i>El objeto material de las operaciones de iniciados: la información relevante para las cotizaciones</i>	231
4.1) Cuestiones previas	231
4.2) Información privilegiada e información relevante en la LMV	234
4.3) Elementos de la información privilegiada	236

4.3.1) Información de carácter concreto	237
4.3.2) Relativa a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros o a uno o varios emisores de dichos valores negociables o instrumentos financieros	241
4.3.3) Información no pública.....	243
4.3.4) Información idónea para influir de manera apreciable en la cotización de valores negociables o instrumentos financieros	249
4.3.4.1) Criterios para constatar la “idoneidad” de la información para influir en el precio de las cotizaciones	251
4.3.5) El objeto indirecto sobre el que recae la información relevante para las cotizaciones.....	258
a) Los valores o instrumentos negociados o los emisores	258
b) Algún mercado organizado, oficial o reconocido.....	261
4.4) El concepto de información privilegiada del art. 442 CP y su aplicabilidad al delito de iniciados.....	264
4.4.1) Elementos de la “información privilegiada” del art. 442 CP.....	264
4.4.1.1) Información de carácter concreto	265
4.4.1.2) Información conocida por razón del oficio o cargo.....	266
4.4.1.3) Información que no haya sido notificada, publicada o divulgada	267
4.4.1.4) ¿Aptitud de la información para la obtención de un beneficio económico?	268
4.4.2) Toma de posición	269
5. Estructura típica del insider trading.....	269
5.1) ¿Delito de lesión o de peligro?	270
5.2) ¿Delito de resultado o de mera actividad?.....	274
5.3) Toma de posición	277
6. El art. 285 CP ¿ley penal en blanco o tipo con elementos normativos?	278
6.1) La ley penal en blanco: concepto, características, críticas	280
6.2) Tipos con elementos normativos o descriptivos.....	283
6.3) Toma de postura: el insider trading como delito con elementos normativos	287
7. Las conductas típicas del art. 285 CP	287
7.1) Precedentes legislativos de las conductas incriminadas.....	288
7.2) La modalidad del uso	289
7.2.1) Cuestiones previas	289
7.2.2) El contenido de la modalidad típica del uso.....	292
7.2.2.1) Las operaciones reguladas en la LMV	293
7.2.2.2) La exigencia de causalidad psíquica entre el conocimiento privilegiado y la operación.....	296
7.2.2.3) El denominado <i>Front-running</i> ¿modalidad de <i>insider trading</i> ?.....	297
7.2.2.4) Los supuestos de <i>Scalping</i> (reventa): ¿atipicidad, delito de iniciados o manipulación de mercado?	300
7.2.2.4.1) El <i>Scalping</i> en la jurisprudencia alemana.....	305
7.2.2.4.2) Toma de postura	306

7.2.2.5) La “utilización” de una información relevante para las cotizaciones derivada del <i>Due-Diligence-Prüfung</i> (examen o análisis con la debida diligencia): ¿supuesto de Insiderdelikt?	308
7.2.2.6) El iniciado que simula realizar operaciones con información privilegiada .	313
7.2.3) <i>Exclusión de la omisión impropia. La problemática del insider non trading</i>	314
7.2.3.1) Planteamiento	314
7.2.3.2) Posiciones negadoras y defensoras de su punición.....	315
a) Análisis de los casos de no negociación	315
b) Los supuestos de confirmación de la orden emitida al margen del conocimiento privilegiado	317
c) Otros posibles casos de omisión impropia.....	319
d) Valoración crítica de los casos planteados	321
7.3) La conducta típica del suministro.....	322
7.3.1) ¿Atipicidad del suministro a título oneroso?.....	324
7.3.2) ¿Punibilidad del receptor de la información?.....	327
7.3.3) Atipicidad de la transmisión en cadena.....	328
7.3.4) <i>Exclusión de las simples recomendaciones</i>	329
7.3.5) <i>Admisibilidad de la comisión por omisión en el suministro</i>	331
7.4) ¿Tipo mixto alternativo o acumulativo?.....	332
7.5) La obtención de un beneficio económico o la causación de un perjuicio superior a 600.000 euros: ¿resultado típico o condición objetiva de punibilidad?.....	334
7.5.1) Argumentos a favor de la condición objetiva de punibilidad	337
7.5.1.1) La jurisprudencia del TS como criterio sistemático	338
7.5.1.2) La capacidad económica del iniciado como criterio de determinación	339
7.5.2) Las condiciones objetivas de punibilidad: concepto, fundamento, efectos, clases y distinción con otras figuras afines.....	341
7.5.2.1) Fundamento	342
7.5.2.2) Clases.....	343
7.5.2.3) Distinción con otras figuras.....	344
7.5.2.4) Efectos	345
7.5.3) Excurso: consideraciones dogmáticas y político-criminales sobre la introducción de límites cuantitativos en los delitos económicos.....	349
7.5.3.1) Argumentos a favor y en contra del recurso al sistema de cuantías	350
7.5.3.2) Naturaleza dogmática de los límites cuantitativos.....	351
a) La pretendida relevancia del error sobre la punibilidad como criterio relativizador de los efectos derivados de las condiciones objetivas	352
b) Las penas de multa y las agravantes específicas como criterio de delimitación ..	356
7.5.4) Toma de posición: la cuantía del beneficio-perjuicio como resultado típico y no como condición objetiva de punibilidad	357
7.6) La determinación del beneficio-perjuicio superior a 600.000 euros en las operaciones con información privilegiada.....	360
7.6.1) La cuantía del beneficio	360
7.6.2) La determinación del perjuicio y la cuantía del mismo	364
7.6.3) Los beneficios-perjuicios derivados de una misma operación.....	365

Sección segunda
El tipo subjetivo del art. 285.1 CP

I. Exigencia de dolo. Atipicidad de las conductas imprudentes	366
II. Relevancia jurídico-penal del error sobre elementos objetivos del tipo: el error de tipo.....	371
1. El error sobre elementos normativos del tipo: ¿error de tipo o de prohibición?	372
2. El criterio del sentido o significado material auténtico del elemento (Díaz y García Conlledo)	375
III. Culpabilidad: el error de prohibición.....	376
IV. Causas de justificación	378

CAPÍTULO IV
ITER CRIMINIS, CODELINCUENCIA Y PROBLEMAS CONCURSALES

Sección primera
Formas imperfectas de ejecución

I. Punibilidad de la tentativa	379
II. Consumación	381
1. Valoración crítica y toma de postura	385
2. Consumación y lugar de comisión del delito	386

Sección segunda
Autoría y participación

I. Cuestiones liminares.....	388
1. <i>La participación de “extranei” en delitos especiales. Planteamiento general de la cuestión</i>	<i>389</i>
a) El intraneus que “utiliza” a un extraneus para la realización de un delito especial: la tesis del instrumento doloso no cualificado.....	389
a.1) <i>El actuar en nombre de otro</i>	<i>393</i>
a.2) <i>Solución legislativa: La realización de operaciones con información privilegiada a través de persona interpuesta</i>	<i>396</i>
b) El extraneus que utiliza como instrumento a un intraneus para la ejecución del delito	399
c) La punibilidad del partícipe extraneus en los delitos especiales: especial referencia al delito de iniciados	402
2. <i>El funcionario o empleado público como sujeto activo</i>	<i>403</i>

Sección tercera
Figuras afines, problemas concursales y de delimitación

I. Cuestiones generales.....	404
1. <i>El delito de iniciados y el uso de información privilegiada por funcionario público del art. 442 CP</i>	407
a) La tesis del concurso aparente de normas	407
a) Posturas a favor del concurso ideal de delitos	410
2. El insider trading y el delito de manipulación de las cotizaciones del art. 284 CP.....	412
a) La tesis del concurso de delitos	413
b) La tesis del concurso de leyes	414
b) Posturas intermedias.....	415
3. <i>Las operaciones de iniciados y el delito de revelación de secretos de empresa (art. 279 CP)</i> 416	
a) La tesis del concurso de delitos	417
b) Posiciones que defienden la aplicación preferente del concurso de normas	417
4. <i>El suministro de información privilegiada y el delito de revelación de secretos e informaciones por funcionario (art.417 CP)</i>	419
5. <i>El insider trading y el aprovechamiento por particulares de la información privilegiada que obtiene de un funcionario (art. 418 CP)</i>	420
6. <i>El delito de estafa y las operaciones con información privilegiada</i>	421
a) El iniciado que vende títulos valores a sabiendas de la posterior e inminente caída de las cotizaciones: la teoría de los actos concluyentes como vía para admitir los supuestos de engaño omisivo.....	423
b) El iniciado que compra a menor precio títulos valores conociendo que habría una importante alza en las cotizaciones que le generaría importantes beneficios económicos: ¿las expectativas de ganancias como elemento del patrimonio?	426
7. <i>Toma de postura</i>	431

CAPÍTULO V
ANÁLISIS DEL SUBTIPO AGRAVADO DEL ART. 285.2 CP

I. Su naturaleza: ¿delito sui generis o subtipo agravado?	441
1. <i>La habitualidad de las operaciones con información privilegiada (art. 285.2,1.ª CP)</i>	443
2. <i>La obtención de un beneficio de notoria importancia (art. 285.2,2.ª CP)</i>	450
3. <i>La causación un grave daño a los intereses generales (art. 285.2,3.ª CP)</i>	453
II. Relevancia del error sobre las circunstancias 1ª, 2ª, 3ª del art. 285.2 CP	456
III. Penalidad.....	456
IV. Requisito de procedibilidad (art. 287.1 y 2 CP)	458

V. Concurrencia de sanciones penales y administrativas en el *insider trading*: ¿vulneración del principio *non bis in idem*?..... 460

1. *Cuestión terminológica, antecedentes legislativos y fundamento del principio non bis in idem* 462

2. *Ámbito de aplicación del principio* 463

3. *Vertiente material (o sustantiva)*..... 464

4. *Vertiente procesal* 465

5. *La triple identidad: de hecho, de sujeto y de fundamento*..... 466

6. *La duplicidad sancionadora en el ámbito concreto del insider trading* 469

7. *Toma de postura*..... 474

CONCLUSIONES GENERALES 475

BIBLIOGRAFÍA..... 491

ABREVIATURAS UTILIZADAS

ADPCP	Anuario de Derecho Penal y Ciencias Penales
AC	Actualidad Civil (cit. por año y tomo)
AF	Actualidad Financiera (cit. por año y tomo)
AG	Die Aktiengesellschaft
AJ	Actualidad Jurídica (cit. por año y número)
AMF	Actualidad del Mercado Financiero (cit. por número y año)
APen	Actualidad Penal (cit. por año)
AT	Allgemeiner Teil
BB	Der Betriebs-Berater (Zeitschrift für Recht und Wirtschaft)
BEE	Boletín de Estudios Económicos (cit. por número y año)
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BGH	Bundesgerichtshof (Tribunal Supremo Federal alemán)
CE	Constitución española
CGPJ	Consejo General del Poder Judicial
CuadDJ	Cuadernos de Derecho Judicial. Colección del Consejo General del Poder Judicial, Madrid (cit. por año y tomo)
CPC	Cuadernos de Política Criminal (cit. por número y año)
CP	Código Penal
CNMV	Comisión Nacional de Mercado de Valores
DB	Der Betrieb
DOCE	Diario Oficial de la Unión Europea
DPCir	Derecho Penal de la Circulación
DP	Derecho Penal
DPCr	Documentos penales y Criminológicos
DZWir	Deutsche Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EJB	Enciclopedia Jurídica Básica
EPB	Enciclopedia Penal Básica
EPen	Estudios Penales
EPCr	Estudios Penales y Criminológicos, Univ. Santiago de Compostela (cit. por tomo y año)
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ICADE	Revista de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales
JZ	Juristenzeitung
LG	Land Gericht
JA	Juristische Arbeitsblätter
LL	La Ley (cit. por año y tomo)

LMV	Ley de Mercado de Valores
LO	Ley Orgánica
LRJAP- PAC	Ley de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo común
NEJ	Nueva Enciclopedia Jurídica
NJW	Neue Juristische Wochenschrift (Nueva revista jurídica publicación semanal)
NStZ	Neue Zeitschrift für Strafrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht Vereinigt mit WiB
NZZ	Neue Zürcher Zeitung
n.	nota
OPA	Oferta Pública de Adquisición de acciones
ORDO	Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft
Pág (s).	Página (s)
PE	Parte Especial
PJ	Poder Judicial (revista, Madrid)
PG	Parte General
PCP	Proyecto de Código Penal
RCP	Revista de Ciencias Penales
RD	Real Decreto
RDBB	Revista de Derecho Bancario y Bursátil
RDM	Revista de Derecho Mercantil
RDP	Revista de Derecho Penal
RDPCr	Revista de Derecho Penal y Criminología Fac. Derecho UNED, Madrid (cit. por año)
RDCir	Revista de Derecho de la Circulación
RECPCr	Revista Electrónica de Ciencia Penal y Criminología
REFC	Revista Española de Financiación y Contabilidad
RFDUC	Revista de la Facultad de Derecho de la Universidad Complutense (cit. por tomo y año)
RGD	Revista General de Derecho (cit. por número y año)
RGLJ	Revista General de Legislación y Jurisprudencia (cit. por tomo y año)
RP	Revista Penal (cit. por número y año)
SA	Securities Act (1933)
SAG	Die Schweizerische Aktiengesellschaft
SEA	Securities Exchange Act (1934)
SEC	Securities and Exchange Commission
SAP	Sentencia de la Audiencia Provincial
STS	Sentencia del Tribunal Supremo
STC	Sentencia del Tribunal Constitucional

STSJ	Sentencia del Tribunal Superior de Justicia StGB Strafgesetzbuch (Código penal alemán)
StraFo	Strafverteidiger Forum
Wistra	Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht
WpHG	Wertpapierhandelsgesetzes
WM	Wertpapier-Mitteilungen (Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht)
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfK	Zeitung für kommunale Wirtschaft
ZKW	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZStW	Zeitschrift für die Gesamte Strafrechtswissenschaft
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrech

RESUMEN

Las operaciones con información privilegiada bursátil, también denominadas *insider trading* u operaciones de iniciados, suponen una afectación importante para el correcto funcionamiento del mercado de valores, razón por la cual los ordenamientos jurídicos de muchos países del entorno europeo han establecido la prohibición del uso o suministro de información privilegiada en el mercado de valores, no sólo en sus disposiciones administrativas, sino también en sus códigos penales. En este sentido, la legislación española describe la conducta típica del *insider* en el art. 285 CP/1995, estableciendo penas privativas de libertad, privativas de derechos y penas de multa; sin embargo, la compleja estructura típica del delito de iniciados fomenta interesantes problemas de interpretación al momento de aplicar la norma. Así, por ejemplo, pese a que el *insider trading* es un auténtico delito económico, cuya tipificación está orientada a la protección de un bien jurídico de naturaleza colectiva, la descripción típica exige la obtención de un beneficio o la causación de un perjuicio, lo que ha sido invocado por un importante sector doctrinal para destacar el contenido patrimonial del delito de iniciados. Del mismo modo, el establecimiento de un límite cuantitativo de beneficio-perjuicio en el art. 285 CP ha generado un intenso debate acerca de la naturaleza dogmática de dicho elemento; así mismo, se presentan complejos problemas de interpretación en la aplicación de las conductas típicas, en materia de autoría y participación, momento de la consumación, la concurrencia con otras figuras delictivas como la estafa o la existencia de duplicidad sancionadora, penal y administrativa. Todas estas cuestiones son analizadas y valoradas a lo largo de esta investigación, mediante la exposición sistemática de los distintos elementos que conforman esta compleja figura delictiva.

ABSTRACT

The operations with stock-market privileged information, also called *insider trading* or operations of initiates, suppose an important impact for the correct operation of the stock market, reason for which the legal systems of many countries in Europe have established the prohibition of the use or provision of privileged information in the stock market not only in their administrative dispositions, but also in criminal laws. In this sense, the Spanish legislation describes the legal definition of the behaviour of the *insider* in art. 285 CP (Criminal or Penal Code, Código Penal)/1995, establishing prison or freedom depriving, rights depriving or fine or pecuniary penalties; however, the complicated typical or legal structure of the crime of initiates generates interesting problems of interpretation at the moment of applying the norm. Thus, for example, although *insider trading* is a genuine economic crime that protects a legal interest of collective nature, the typical or legal description demands the obtaining of a benefit or the causation or production of a damage, which has been suggested by an important doctrinal sector to emphasize the patrimonial content of the crime of initiates. In the same way, the establishment of quantitative limits to benefit or damage in art. 285CP has generated an intense debate about the dogmatic nature of this element; likewise, complicated interpretation problems appear in the application of the typical or legally defined behaviours, related to crime partners (principal and accessories), time of consummation, concurrence with other crimes or offences like the fraud or the existence of double sanctioning, penal and administrative. All these questions are analyzed and evaluated throughout this investigation, by means of the systematic presentation of the different elements that make up this complicated crime.

INTRODUCCIÓN

El uso de información privilegiada bursátil, mejor conocido en el Derecho angloamericano como *insider trading* o en el derecho francés como delito de iniciados, es una figura delictiva relativamente reciente en el sistema punitivo español, pese a que las legislaciones de ciertos países europeos ya establecían, algunos años atrás, sanciones penales para este tipo de prácticas que atentan fundamentalmente contra el correcto funcionamiento del mercado de valores. Sin embargo, el fenómeno del *insider trading* goza de una mayor tradición reguladora en el sistema norteamericano, ya que a raíz del famoso crack de la bolsa de Nueva York (1929) las autoridades se vieron constreñidas a aprobar sendas leyes de valores con el objetivo de evitar ciertas prácticas fraudulentas. Por esta razón, la normativa norteamericana ha sido el punto de referencia de aquellas legislaciones que se han decantado por la represión de las operaciones de iniciados, aunque bien es cierto que cada sistema punitivo ha estructurado la prohibición en función de parámetros a veces poco coincidentes con el sistema americano, v. gr., el progresivo abandono de la visión societaria del fenómeno en la determinación del bien jurídico protegido.

El creciente proceso económico, el desarrollo de las telecomunicaciones y la creación de nuevos mecanismos de contratación internacional han incidido en la aprobación de varias Directivas comunitarias reguladoras de la materia, por medio de las cuales se ha pretendido crear una legislación uniforme en los distintos países miembros de la Unión Europea. En este sentido, han sido determinantes la Directiva 89/592/CEE y su sucesora, la Directiva 2003/6/CE sobre abuso de mercado. A partir de dichos textos normativos, los países miembros han ido adoptando medidas represivas, aunque no necesariamente penales, de las prácticas de iniciados. En el caso de España, la represión administrativa del *insider trading* fue inequívoca con la aprobación de la LMV (1988); mientras que la represión penal de tal conducta no se produjo hasta la promulgación del CP/1995, aunque bien es cierto que la LO 9/1991, de 22 de marzo, castigaba ya el uso de información privilegiada, pero circunscrito al ámbito de la función pública.

Aunque la incriminación penal del uso de información privilegiada ha sido alabada por un amplio sector de la doctrina alemana y española, existe un buen número de autores –

como *KLÜBER* o *QUERALT*– que entienden que la penalización del *insider trading* obedece más a consideraciones morales que a verdaderas necesidades político-criminales de protección de bienes jurídicos¹. En cualquier caso, la criminalización de las operaciones con información privilegiada es una realidad legislativa en el sistema penal español, por lo que en adelante sólo queda precisar el alcance de dicha figura delictiva y resolver los distintos problemas de interpretación que se derivan de su compleja estructura típica, lo que –a juicio de algunos– ha traído como consecuencia la ineficacia en la aplicación del precepto. Ciertamente el delito del art. 285 CP ha tenido una escasa (por no decir nula) aplicación en el proceso penal español, ya que –salvo error por nuestra parte– sólo se conocen dos sentencias emitidas por los órganos jurisdiccionales penales y sólo en una de ellas el imputado fue condenado², mientras que en la otra, la AP de Madrid decidió que la acción penal había prescrito, aunque reconoció la existencia del delito³.

En este sentido, pues, la presente investigación tiene como objetivo esencial la exégesis del delito de uso de información privilegiada bursátil regulado en el art. 285 CP español, para lo cual nos auxiliaremos de las distintas aportaciones doctrinales que, sobre esta materia, se han realizado tanto en la doctrina alemana como en la española. A tal efecto, procederemos a exponer y a valorar críticamente los distintos argumentos en torno a los principales problemas de interpretación que generan los elementos que integran la descripción típica del delito de iniciados. Además, haremos referencia al contenido de la regulación extrapenal sobre *insider trading*, habida cuenta de que el tipo del art. 285 CP contiene una serie de elementos normativos, cuya concreción precisa la remisión a la normativa bursátil correspondiente, fundamentalmente la LMV y las Directivas comunitarias. También se examinará en los puntos correspondientes la situación comparativa de las principales regulaciones del Derecho comparado. Por otro lado, pese a la escasa jurisprudencia sobre la materia, analizaremos y relacionaremos las dos únicas sentencias que se han emitido en la jurisdicción penal, así como otras resoluciones emitidas en la jurisdicción contenciosa-administrativa en materia de uso de información privilegiada.

¹ Cfr. *KLÜBER*, AG, 1977, 85; *QUERALT JIMÉNEZ*, DPE PE, 1996, 473.

² Sentencia núm. 34/2003, del Juzgado de lo Penal No. 27 de Madrid.

³ SAP de Madrid núm. 768/2009, de 17 de julio.

Así pues, en el **capítulo I** realizaremos un estudio general de las operaciones de iniciados como fenómeno bursátil, sus antecedentes remotos, las cuestiones terminológicas que atañen a esta categoría delictiva, los casos emblemáticos acaecidos en las distintas plazas bursátiles, los antecedentes legislativos en la Unión Europea y, principalmente, en el sistema legislativo español. Así mismo, dedicaremos un epígrafe destinado a resolver la cuestión de si las operaciones de iniciados constituyen una manifestación del denominado Derecho penal simbólico, pues su falta de aplicación ha incidido en la idea de que este tipo penal cumple sólo una función simbólica o retórica.

Una vez expuestos los prolegómenos generales del *insider trading*, procederemos al análisis sistemático de todos los elementos que conforman la descripción del tipo penal del art. 285 CP.

De esta forma, en el **capítulo II** de este trabajo, que se divide en dos secciones, se abordarán las cuestiones relativas al bien jurídico protegido, de manera que en la sección primera haremos un breve recorrido sobre dicha categoría en el Derecho penal clásico y su tratamiento en el ámbito específico del Derecho penal económico, mientras que en la sección segunda expondremos las distintas tesis sobre el bien jurídico protegido en el *insider trading* y, finalmente, tomaremos posición sobre cuál ha de ser –a nuestro juicio– el objeto de protección de esta figura delictiva.

El **capítulo III**, por su parte, contendrá –en la sección primera– el análisis del tipo objetivo, esto es, la delimitación del círculo de sujetos de la prohibición, la consideración o no del *insider trading* como delito de infracción de deber (*Pflichtdelikt*), el sujeto pasivo, el objeto material que se identifica con la información privilegiada y el objeto de ésta, materias que pueden influir en la cotización de valores en mercados organizados, las conductas típicas del uso y el suministro con los distintos problemas que encierra su aplicación a supuestos como el *insider non-trading* o no-operación del iniciado, el *Scalping* o consejo con ulterior reventa, o el análisis con la diligencia debida o *Due Diligence Prüfung*; la determinación de la cuantía del beneficio-perjuicio como condición objetiva de punibilidad o como resultado del tipo. Y, en la sección segunda, se abordarán las cuestiones relativas al tipo subjetivo, el error de tipo y los problemas que plantea el error sobre elementos normativos, así como también lo atinente al error de prohibición.

El **capítulo IV** se divide en tres secciones: en la primera de ellas se abordarán los problemas que emergen en el ámbito del *iter criminis*, principalmente en materia de consumación; en la sección segunda, analizaremos las cuestiones relativas a la autoría y participación, con especial énfasis en la participación de *extraneus* en delitos especiales; y en la sección tercera, expondremos los problemas concursales y de delimitación entre el *insider trading* y otras figuras delictivas tradicionales, como por ejemplo, el delito de estafa o el uso de información privilegiada por funcionario público o autoridad.

Por último, el **capítulo V** estará dedicado al análisis sistemático del subtipo agravado del art. 285.2 CP, seguido de la relevancia del error sobre las circunstancias agravantes y los requisitos de procedibilidad; aunque también realizaremos una breve exposición y valoración sobre los efectos de la duplicidad sancionadora, penal y administrativa, en el ámbito del principio *non bis in idem*, habida cuenta de que las operaciones de iniciados están proscritas tanto en la legislación administrativa del mercado de valores como en el CP.

En definitiva, pues, la metodología adoptada para cada capítulo será la exposición y análisis crítico y valorativo de los distintos problemas de interpretación que suscita la estructura típica del *insider trading*, tomando posición en cada caso sobre las cuestiones problemáticas, y recapitulando todos nuestros puntos de vista en las conclusiones generales que aparecerán al final del trabajo.

CAPÍTULO I

PROLEGÓMENOS SOBRE EL “*INSIDER TRADING*” COMO FENÓMENO BURSÁTIL

I. Ideas liminares

Desde hace algunos años se ha discutido arduamente sobre la conveniencia de incriminar penalmente el uso de información privilegiada en el mercado de valores, así pues, frente a un sector mayoritario mercantilista que sostiene que *rationae materiae* la actuación del *insider* ha de ser regulada a través del establecimiento de códigos de conducta y la determinación de sanciones administrativas, la doctrina penal se ha decantado, mayoritariamente, por la necesidad incriminar penalmente el denominado *insider trading*¹.

Las razones aludidas por quienes se oponen al castigo del *insider* apuntan a que la actuación de los iniciados está sometida al cumplimiento de una serie de deberes contenidos en códigos de conducta y que la infracción de los mismos trae como consecuencia la imposición de sanciones de carácter administrativo por el órgano correspondiente, que en el caso de España, es la Comisión Nacional de Mercado de valores encargada de la vigilancia y control de las operaciones bursátiles. Además, se argumenta que la actuación de los iniciados lejos de ocasionar un perjuicio supone en todo caso un beneficio, pues con estas operaciones el valor de los títulos se coloca a su nivel real. Frente a esta posición, los defensores de la penalización del delito de uso de información relevante admiten que la creación de este tipo penal debe estar desprovista de consideraciones éticas; sin embargo, señalan que las operaciones de iniciados traen consigo la lesión de bienes jurídicos imprescindibles para el correcto funcionamiento del sistema bursátil.

¹ Así, RODRÍGUEZ MOURULLO, PJ, 1988, 237; Anales, 2007, 603; SUÁREZ GONZÁLEZ, en: Rodríguez Mourullo (dir.), Comentarios, 1997, 822; Compendio, 1998, 551; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 170; sin embargo, en la doctrina penal también hay autores que se oponían a la creación de esta figura delictiva, así por ejemplo, LÓPEZ PEREGRÍN, APen, 1993, 440; ARROYO ZAPATERO, El abuso de información privilegiada, 1995, 61; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 515, califican al tipo penal del *insider trading* de “lamentable”.

En este capítulo, realizaremos una primera aproximación al uso de información privilegiada como fenómeno bursátil, para lo cual expondremos las cuestiones terminológicas que afectan a este ámbito, los distintos argumentos éticos, jurídicos y económicos que se han alegado tanto por quienes proponen la desregulación de las prácticas de iniciados como por quienes avalan la prohibición del *insider trading*. Así mismo, haremos una breve reseña histórica del origen y evolución de este fenómeno bursátil y plantaremos la cuestión de si el delito de uso de información privilegiada contenido en el art. 285 CP español constituye una manifestación más del denominado Derecho penal simbólico, habida cuenta de que este tipo penal ha tenido una escasa aplicación desde su aprobación en el CP/1995.

1. Cuestiones terminológicas

Antes de proceder al examen de los distintos argumentos que se han esgrimido a favor y en contra de la prohibición penal y/o administrativa del *insider trading*, haremos una breve reseña sobre el origen y significado de dicha expresión, así como de sus antecedentes históricos. Así pues, bajo esta denominación se comprenden las transacciones realizadas por un sujeto, el *insider*, mediante la utilización de una información privilegiada a la que ha tenido acceso por razón de la posición que ostenta en el seno de una sociedad emisora de títulos valores². Sin embargo, el término *insider trading* de origen anglosajón (o *insider dealing* según denominación británica) no es

² Sobre el origen y significado del término *insider trading*, *vid.*, entre otros, DE GISPERT PASTOR, RDBB (5), 1982, 56; DE CARLOS BELTRÁN, Noticias CEE (34), 1987, 77; DEFARGES, El “insider trading” hoy, 1987, 1; SÁNCHEZ GUILARTE/TAPIA HERMIDA, RDBB (28), 1987, 752 n. 2; XIMENES NORES, AC (46), 1987, 2837; TAPIA HERMIDA/SÁNCHEZ GUILARTE, Noticias C.E.E (40), 1988, 113; FERNÁNDEZ ATELA, RDBB (31), 1988, 561 n.1, 563; RODRÍGUEZ MOURULLO, PJ, 1988, 237; GONZÁLEZ CUSSAC, CPC (37), 1989, 123; OLIVER ALFONSO, AF (35), 1990, 2172; LÓPEZ CABALLERO, ¿Qué es el insider trading?, 1991, 301; MARTÍNEZ FLÓREZ, RDM (202), 1991, 798; EJB, 1995, 3554; VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, Noticias C.E.E (81), 1991, 12 n. 2; LÓPEZ PASCUAL, AF (9), 1992, 199, 201; VARELAS VARAS, AMF (3), 1992, 2 n. 5; LÓPEZ PEREGRÍN, APen (30), 1993, 421; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, ADPCP, 1993, 1037; MORAL BELLO, ICADE (28), 1993, 88; GARCÍA CIRIZA, AMF (4), 1994, 1; FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 52 n. 9; ESTEVAN DE QUESADA, RGD (615), 1995, 13442; FRANCH MENEU, Problemas éticos, 1995, 205; MOREDA DE LECEA, BEE (158), 1996, 367; HERNÁNDEZ SAINZ, RDBB (71), 1988, 748; LÓPEZ LOZANO, Información privilegiada en los mercados de valores, 1997, 38; MINGUELL ELEIZALDE, La información privilegiada, 1999, 3968; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 515; REYNA ALFARO, La protección penal del mercado de valores, 2001, 2; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 179 n. 1; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 113; MONTÓY ANTÓN, RDBB (98), 2005, 37 n. 3; Derecho & Empresa (2), 2005, 4.

inequívoco, pues su traducción no refleja con exactitud el sentido que actualmente se le brinda³.

En efecto, de la propia etimología de la expresión se deduce que el sujeto que utiliza la información privilegiada en beneficio propio pertenece a la estructura orgánica o funcional de una sociedad, es decir, se encuentra “dentro de” (*inside*) ésta, se trata por tanto del denominado *internal insider* o *insider* societario (v. gr., miembros del consejo de administración, directores, accionistas, etc); mientras que actualmente la doctrina y la legislación de muchos países incluyen en tal concepto a una categoría de sujetos ajenos a la sociedad (*outsiders*), esto es, a personas que en sentido estricto no son *insiders*, pero que acceden a la información privilegiada por otras vías, v. gr., su actividad profesional (asesores fiscales, abogados, auditores, periodistas, etc). Por esa razón, la doctrina prefiere utilizar la expresión francesa de “delito de iniciados”⁴ (*délit d’initiés* u *opérations d’initiés*), ya que engloba a una categoría más amplia de sujetos que utilizan informaciones confidenciales en sus operaciones bursátiles para procurarse beneficios económicos⁵. Sin embargo, hay quienes sostienen –con razón– que este fenómeno no se circunscribe exclusivamente al ámbito bursátil⁶, sino que puede presentarse asimismo en otros campos de la vida económica y que, además, no siempre se presenta con la

³ En este sentido, DE GISPERT PASTOR, RDBB (5), 1982, 56 n. 64, sostiene que hallar en castellano una expresión equivalente al término *insider trading* resulta muy difícil, por no decir prácticamente imposible, ya que la lengua inglesa posee la característica de englobar en una o dos palabras determinados conceptos que en castellano requieren la utilización de frases enteras; así tb., ESTEVAN DE QUESADA, RGD (615), 1995, 13442; MOREDA DE LECEA, BEE (158), 1996, 367 n. 1; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 212; OLIVER ALFONSO, AF (35), 1990, 2172, entiende que el *insider trading* es un concepto amorfo.

⁴ El Diccionario de la Real Academia Española (22ª ed.) define el término **iniciado**, en su acepción primera, como toda persona que comparte el conocimiento de algo reservado a un grupo limitado.

⁵ Así, SÁNCHEZ GUILARTE/TAPIA HERMIDA, RDBB (28), 1987, 752 n. 2; VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, Noticias C.E.E (81), 1991, 33; ESTEVAN DE QUESADA, RGD (615), 1995, 13443; MOREDA DE LECEA, BEE (158), 1996, 367; HERNÁNDEZ SAINZ, RDBB (71), 1998, 749 n. 2.

⁶ MARTÍNEZ FLÓREZ, RDM (202), 1991, 798; EJB, 1995, 3554, sostiene que por *insider trading* debe entenderse **cualquier negocio** en el que la información de la que disponen las partes es asimétrica, de modo que una de ellas está mejor informada que la otra; HERNÁNDEZ SAINZ, APen, (9), 1997, 173, distingue dos conceptos de abuso de información privilegiada, así pues, por un lado se refiere a este fenómeno desde una perspectiva económica y en sentido genérico, en la que engloba **cualquier** operación o negocio con información asimétrica, en cambio, en sentido estricto el abuso de información privilegiada consiste –a su juicio– en la realización de transacciones bursátiles por personas, los *insiders*, que tienen acceso a informaciones confidenciales en virtud de su profesión, oficio o funciones.

finalidad de obtener ventajas pecuniarias, sino también beneficios personales de otra índole⁷.

No obstante esta aclaración, en nuestra investigación utilizaremos indistintamente ambos términos, ya que la expresión *insider trading* sigue siendo la más extendida para referirse al uso de información privilegiada bursátil, con independencia de que el sujeto que opera con esta ventaja cognoscitiva sea o no un *insider* en sentido estricto⁸.

Por otro lado, hay que tener en cuenta que a la par de estas expresiones se han acuñado así mismo toda una serie de denominaciones para designar a otra categoría de sujetos que operan con información privilegiada, pero que no tienen una relación directa con la sociedad. Así, por ejemplo, se habla de *tipees* para referirse a aquellos sujetos que realizan operaciones con información privilegiada que adquieren de un *insider*⁹; de *tipper* cuando se alude al iniciado que comunica la información privilegiada a un tercero; de *tipping* cuando el empleado actúa por cuenta de una persona jurídica, con la finalidad de obtener beneficios para ésta¹⁰.

⁷ Cfr. LÓPEZ PEREGRÍN, APen (30), 1993, 421; por su parte, XIMENES NORES, AC (2), 1987, 2838, sostiene que el *insider trading* se caracteriza por dos notas básicas, a saber: a) se circunscribe al ámbito bursátil y, b) por la obtención de un lucro o beneficio económico.

⁸ En este sentido, VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, Noticias CEE (81), 1991, 33; FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 52 n. 9; ESTEVAN DE QUESADA, RGD (615), 1995, 13443, 13457; MINGUELL ELEIZALDE, La información privilegiada, 1999, 3969; MONTOY ANTÓN, Derecho & Empresa (2), 2005, 4; RDBB (98), 2005, 37 n. 3; por su parte, GONZÁLEZ CUSSAC, CPC (37), 1989, 123, prefiere evitar el uso de anglicismos o galicismos y, en su lugar, sugiere adoptar la expresión de abuso o aprovechamiento de información privilegiada o confidencial, pues -a su juicio- la misma designa e identifica perfectamente el fenómeno que se desea exponer.

⁹ A juicio de VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, Noticias C.E.E (81), 1991, 33, los *tippes* acceden a la información privilegiada por razón de sus vínculos con la empresa, aunque no tengan ninguna relación de subordinación. Dentro de esta categoría distinguen al *causal tip* del *knowing tip*, ya que este último está afectado por el criterio de la “conexión”, pues su labor es de colaboración (v. gr., abogados, contables, asesores fiscales, etc), mientras que el *causal tip* alude a quien ha obtenido información privilegiada por mero azar. Estas categorías, junto con los *aiders* (ayudantes) y *abettors* (instigadores) se enmarcan en el más amplio concepto de *outsiders*; en parecidos términos, OLIVER ALONSO, AF (35), 1990, 2174; VARELAS VARAS, AMF (3), 1992, 5; GARCÍA CIRIZA, AMF (4), 1994, 4, 5; FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 81 n. 86.

¹⁰ XIMENES NORES, AC (2), 1987, 2840; MARTÍNEZ FLÓREZ, RDM (202), 1991, 812, 829, 835; LÓPEZ PASCUAL, AF (9), 1992, 201.

2. Origen y evolución del *insider trading*

La doctrina absolutamente mayoritaria atribuye el origen de la regulación legal del *insider trading* a la normativa norteamericana sobre títulos valores, esto es, la *Securities Act* (1933) y la *Securities Exchange Act* (1934)¹¹, surgidas a raíz del famoso crack bursátil de la bolsa de Nueva York en 1929; sin embargo, el fenómeno como tal no parece haber surgido en este contexto, sino muchos años antes, con el origen mismo del comercio, aunque el primer caso documentado data de 1723, año en que Sir John Barnard –sobresaliente conocedor de los negocios londineses– denunció que personas vinculadas a la Compañía de Indias Holandesas se habían enriquecido a costa de los demás accionistas, pues al tener conocimiento anticipado de la disminución de los dividendos que dicha empresa iba a otorgar, vendieron sus respectivas acciones y, poco tiempo después –cuando la noticia ya era públicamente conocida– el valor de dichas acciones bajo un 50%. De esta forma, pues, los accionistas utilizaron una información privilegiada para vender sus participaciones sociales y así evitar un perjuicio patrimonial de envergadura¹².

El desarrollo posterior de los mercados permitió una mayor afluencia de inversores y un mayor nivel de desarrollo económico de las compañías emisoras de títulos valores, pero también trajo consigo –como fenómeno casi inevitable– la utilización de informaciones privilegiadas por parte de sujetos que pertenecían a la estructura orgánica de las

¹¹ Así, entre otros, DE GISPERT PASTOR, RDBB (5), 1982, 65; DE CARLOS BELTRÁN, Noticias CEE (34), 1987, 77; RODRÍGUEZ MOURULLO, PJ, 1988, 237; FERNÁNDEZ ATELA, RDBB (31), 1988, 564; GONZÁLEZ CUSSAC, CPC (37), 1989, 121, 127; OLIVER ALFONSO, AF (35), 1990, 2175; MARTÍNEZ FLÓREZ, RDM (202), 1991, 807; LÓPEZ CABALLERO, ¿Qué es el *insider trading*?, 1991, 302; LÓPEZ PASCUAL, AF (9), 1992, 199; LÓPEZ PEREGRÍN, APen, 1993, 423; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, ADPCP, 1993, 1032; GARCÍA CIRIZA, AMF (4), 1994, 3; FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 49 n. 2; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 213; MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 202, 203; HERNÁNDEZ SAINZ, APen, (9), 1997, 175; LÓPEZ LOZANO, LL, 1997, 1365; MINGUELL ELEIZALDE, La información privilegiada, 1999, 3975; TERRADILLOS BASOCO, Empresa y Derecho penal, 2001, 217; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 105; MUÑOZ CONDE, DP PE, 2004, 519; MONTES ÁLVARO, El delito de información privilegiada, 2004, 1225; MONROY ANTÓN, Derecho & Empresa, 2005, 6; ARROYO RODRÍGUEZ/VAQUERO LAFUENTE, ICADE (64), 2005, 238; por su parte, XIMENES NORES, AC (2), 1987, 2837, reconduce el origen del *insider trading* al Derecho Romano, donde por primera vez se establecieron distintas definiciones del concepto de “Societas”. A juicio del autor, cuando la sociedad pierde su fin último y en los socios ya no concurre el “*animus societaris*” o “*affectio societaris*”, basado en la relación de confianza mutua entre los socios, entonces la sociedad pierde virtualidad real.

¹² Cfr. al respecto, REYNA ALFARO, La protección penal del mercado de valores, 2001, 2; MONTROY ANTÓN, Derecho & Empresa (2), 2005, 4; ARROYO RODRÍGUEZ/VAQUERO LAFUENTE, ICADE (64), 2005, 237, 238.

sociedades, a quienes –como hemos mencionado– se les bautizó con el nombre de *insiders*. Muy resumidamente mencionaremos algunos de los casos más emblemáticos de operaciones de iniciados acaecidos en distintas plazas bursátiles.

a) Los Estados Unidos de América

Es precisamente en este país donde se encuentran registrados la inmensa mayoría de casos documentados de *insider trading*, razón por la cual en la jurisprudencia norteamericana podemos encontrar una prolija serie de sentencias que abordan el problema de las operaciones de iniciados. Algunos casos de operaciones bursátiles con información privilegiada que ameritan ser destacados son, entre otros:

- Caso Cady, Roberts & Co. (1961). Se trata del primer caso de uso de información privilegiada con el que se inició lo que se conoce como nueva era del Derecho de *insider trading*¹³. En este supuesto el socio de una casa de bolsa fue informado por el consejero de una compañía, que el consejo de administración había acordado reducir los dividendos. Inmediatamente y antes de que la información se hiciera pública, el sujeto procedió a vender las acciones de esa compañía por cuenta de alguno de sus clientes¹⁴.

- Caso SEC v Texas Gulf Sulphur Co. (1968). La relevancia de este caso se debe a que fue el primero en el Tribunal federal aplicó la regla “informar o abstenerse” (*disclose or abstain rule*), en virtud de la cual se obliga a quienes poseen información relevante para las cotizaciones a comunicarla antes de llevar a cabo cualquier operación. Aquí, directivos y empleados compraron acciones de una compañía minera para la que trabajaban, antes de que se hiciera público el descubrimiento de importantes reservas de mineral¹⁵.

- Caso Shapiro v Merrill Lynch Pierce Fenner & Smith (1974): la importancia de este caso es que se condena a la sociedad propiamente dicha y no a los inversores, pues entre éstos y la otra compañía involucrada no existía ninguna relación de confianza. Así pues,

¹³ Así, MARTÍNEZ FLÓREZ, RDM (202), 1991, 805 n. 14.

¹⁴ LÓPEZ LOZANO, LL, 1997, 1365.

¹⁵ LÓPEZ LOZANO, Información privilegiada en los mercados de valores, 1997, 39.

Merrill Lynch recibió información confidencial por parte de los administradores de la sociedad Douglas, en la que se preveían grandes pérdidas. Acto seguido, Merrill Lynch Pierce comunicó dicha información a los clientes institucionales que rápidamente se deshicieron de las acciones de Douglas, provocando así el desplome de las acciones¹⁶.

- Caso *US v Chiarella* (1979). Este es uno de los casos más emblemáticos de la jurisprudencia norteamericana. En él se juzgó a Vincent Chiarella, empleado de la imprenta Pandick Press, la cual recibía materiales para imprimir, entre los que había información sobre adquisiciones y fusiones de sociedades. Con la finalidad de mantener en secreto esta información, se falsearon las identidades de las compañías involucradas; sin embargo, Chiarella logró deducir la identidad de dichas empresas y antes de que la información se hiciera pública invirtió en acciones de la sociedad afectada. De esta forma, Chiarella obtuvo beneficios que sumaron 30,000 dólares en un periodo de 14 meses. En este caso, el empleado de la imprenta aceptó devolver las ganancias a los vendedores y fue condenado penalmente; no obstante, el Tribunal Supremo revocó la sentencia condenatoria, alegando que no existía ninguna relación de confianza entre el acusado y la compañía objeto de la OPA. Chiarella no era empleado de esa compañía y tampoco había obtenido la información de ningún *insider*. La importancia de este caso radica en que el juez Burger, disidente de la decisión adoptada por el máximo tribunal, acuñó la “teoría de la apropiación indebida” (*misappropriation theory*), en virtud de la cual se pretendió castigar a quienes, sin tener ninguna relación fiduciaria con la empresa emisora de títulos, utilizaban indebidamente una información que no le pertenecía¹⁷.

- Caso *Dirks v SEC* (1984): en este caso, el empleado de una casa de bolsa especializada en el ramo de seguros, recibió información de un antiguo alto cargo de la sociedad Equity Funding of America, en virtud de la cual se reflejaba que dicha sociedad se encontraba en una difícil situación económica. Este ex alto cargo sugirió a Dirks que confirmara dicha información con el objeto de hacerla pública, de manera que una vez que Dirks corroboró dicha información, y antes de hacerla pública, se la comunicó a ciertos clientes institucionales, quienes vendieron todos los valores que poseían de la

¹⁶ VARELAS VARAS, AMF (3), 1992, 3.

¹⁷ FERNÁNDEZ ATELA, RDBB (31), 1988, 577, 578; GONZÁLEZ CUSSAC, CPC (37), 1989, 128; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, ADPCP, 1993, 1039; MOREDA DE LECEA, BEE (158), 1996, 373; LÓPEZ LOZANO, LL, 1997, 1366, 1367.

aseguradora. Al igual que en el caso Chiarella, Dirks fue condenado como “informado-informador” en primera y segunda instancia; sin embargo, la Corte Suprema revocó la sentencia¹⁸.

- Caso Levine (1984): en este supuesto Dennis B. Levine obtuvo información confidencial en la casa de Bolsa donde trabajaba como ejecutivo, relativa a futuras adquisiciones masivas de títulos valores con el fin de controlar a la sociedad emisora de dichos títulos. Antes de que esta información se hiciera pública, Levine invirtió en dichos títulos que incrementaron muy pronto su valor, de manera que vendió los mismos en el momento más alto de la cotización, habiendo obtenido 12.6000.000 de dólares de beneficio en un corto periodo de tiempo. Levine fue condenado al pago de dicha suma, al pago de una multa de aproximadamente medio millón de dólares y a dos años de privación de libertad¹⁹.

- Caso US v Carpenter, conocido habitualmente como el “caso Winans” (1987): en este supuesto el señor Foster Winans, periodista de Wall Street Journal, quien gozaba de un gran prestigio e influencia entre los inversores, al punto de afectar a las cotizaciones a través de la columna que publicaba diariamente, contactó –por medio de Carpenter- con Felis y Brant y acordaron que les daría a conocer el contenido de sus artículos antes de ser publicados, de manera que éstos podrían invertir de acuerdo con esa información y así obtener ganancias. En efecto, esta operación se realizó en varias ocasiones, llegándose a cuantificar unas ganancias netas de 700.000 dólares. En este supuesto, el tribunal condenó a los implicados por entender que la información pertenecía al periódico²⁰.

- Caso U.S v O’Hagan (1988). En este caso, que se decidió el 25 de junio de 1997, se condena a un abogado que ganó 4,3 millones de dólares mediante la compra de opciones sobre acciones de una compañía que iba a ser adquirida mediante una OPA por otra que

¹⁸ FERNÁNDEZ ATELA, RDBB (31), 1988, 579, 580.

¹⁹ FERNÁNDEZ ATELA, RDBB (31), 1988, 561; LÓPEZ CABALLERO, ¿Qué es el insider trading?, 1991, 311; LÓPEZ PEREGRÍN, APen (30), 1993, 421 n. 2.

²⁰ FERNÁNDEZ ATELA, RDBB (31), 1988, 582, 583; GONZÁLEZ CUSSAC, CPC (37), 1989, 128; VARELAS VARAS, AMF (3), 1992, 3; WERHANE, La ética en los mercados financieros, 1995, 481; MOREDA DE LECEA, BEE (158), 1996, 373.

era cliente de la firma para la que trabajaba el abogado. De esta forma, se asimila al *insider* a quien se apodera de información confidencial para negociar títulos en los mercados de valores quebrantando la lealtad debida a la fuente de información. Este caso marcó un giro sustancial en la jurisprudencia, ya que por primera vez el Tribunal Supremo de los Estados Unidos estableció que la lealtad quebrantada no ha de ser la debida necesariamente a la compañía emisora de los títulos²¹.

b) El mercado de valores español

El mercado de valores español ha sido también escenario de algunos casos emblemáticos de aparentes operaciones con información privilegiada; sin embargo, hasta la fecha sólo ha habido una condena penal por uso de información privilegiada, pues recientemente el TS emitió una sentencia en la que si bien afirma la existencia de *insider trading*, admite que la acción penal había prescrito y, en consecuencia, exime de toda responsabilidad penal a los imputados. Veamos, pues, cuáles son esos casos:

- Caso Villalonga (1998)²²: el 2 de enero de 1998 Juan Villalonga adquirió 264, 224 opciones sobre acciones de telefónica con un crédito de 200 millones de pesetas, obtenido de Argentaria. En ese entonces, Villalonga era presidente de telefónica y en esos días negociaba en secreto una fusión con la compañía telefónica estadounidense MCI-WorldCom. El consejero de telefónica, Alberto Cortina Alcocer también realizó simultáneamente una operación similar por la misma cuantía, aunque a través de una sociedad controlada por él. Villalonga obtuvo ganancias por el orden de los 21, 300,000 de pesetas en tan sólo 14 días, ya que decidió vender sus títulos antes del vencimiento de los mismos, después de que el presidente de la CNMV, Juan Fernández Armesto, le recomendara que diera a conocer públicamente su compra, a pesar de no estar legalmente obligado a ello.

La CNMV realizó una investigación en aquellas fechas sobre esta operación, pero tuvo que cerrarla al no poder probar que ninguna de las personas afectadas se valiera de información privilegiada. La apertura del expediente por la CNMV provocó una

²¹ Cfr. LÓPEZ LOZANO, Información privilegiada en los mercados de valores, 1997, 39.

²² ARROYO RODRÍGUEZ/VAQUERO LA FUENTE, ICADE (64), 2005, 244.

polémica interna en este organismo, pues su vicepresidente, Luis Ramallo, llegó a acusar a Fernández Armesto de ocultar información al Consejo y de ser reticente a iniciar la investigación contra Villalonga. La respuesta del entonces presidente del órgano supervisor del mercado de valores fue la solicitar al Gobierno su comparecencia inmediata ante el Parlamento, lo que finalmente no se produjo debido a la pausa estival de las cámaras legislativas. Pese a que las actas de los consejos de administración celebrados a finales de 1997 e inicios de 1998 recogían el estado de las negociaciones de Telefónica tanto con MCI como con BT, describiéndolas como contactos “muy avanzados”, la CNMV no pudo probar que se hiciese uso de información privilegiada y que, en consecuencia, el caso se tuviera que archivar. Villalonga presentó su dimisión el 26 de julio de 1998, motivado –entre otras cosas– por las desavenencias que habían surgido entre éste y el Gobierno de José María Aznar, a raíz de las retribuciones de los directivos de la compañía con millonarias “stocks options”, así como la pérdida de confianza en su gestión por parte de algunos de los principales accionistas de la compañía. El consejo de administración nombró ese mismo 26 de julio a César Alierta, anterior Presidente de la tabacalera Altadis, como nuevo Presidente de telefónica.

- Caso “Alierta” (1997-1998)²³: los hechos acaecieron entre 1997 y 1998, en el marco de del desarrollo económico que en estos años se produjo en la empresa pública Tabacalera (luego privatizada y denominada Altadis), por el que las acciones que componían el capital de la empresa en cuestión alcanzaron su máximo histórico en el mercado de valores. Las causas de esta subida fueron básicamente dos, a saber: a) la compra de la sociedad norteamericana fabricante de puros Havatampa y, b) el acuerdo alcanzado para subir el precio de los cigarrillos entre un 9 y un 11%. En ese entonces, César Alierta fungía como presidente de Tabacalera y se presume que tenía los conocimientos más que suficientes para poder prever el crecimiento económico que se estaba fraguando en torno a la actividad de Tabacalera.

En 1997, la esposa de Alierta, Ana Cristina Placer, decide fundar una empresa llamada “Creaciones Baluarte”, estableciendo como único administrador a su sobrino, Luis Javier

²³ Cfr. GIMBERNAT ORDEIG, El “caso Alierta”, en: El Mundo, de 18 de diciembre de 2002; OLIVA GARCÍA, Información privilegiada, en: El País, de 16 diciembre de 2002; Auto del TS (Sala de lo Penal), de 10 diciembre 2004 (JUR 2005\10); PUENTE ABA/PERNAS GARCÍA, El abuso de información privilegiada, 2004, 357; PERAL, El juez abre juicio oral contra César Alierta, en: El Mundo, de 7 de septiembre de 2005; ARROYO RODRÍGUEZ/VAQUERO LAFUENTE, ICADE (64), 2005, 245-247.

Placer Mendoza. Placer, en nombre de Creaciones Baluarte, solicitó un crédito de 400 millones de pesetas con la finalidad de suscribir 50,000 acciones de Tabacalera. En marzo de 1998, en pleno auge económico de las acciones de Tabacalera, Creaciones baluarte decide vender la totalidad de las acciones que había suscrito, obteniendo así una plusvalía de 310 millones de pesetas (aproximadamente 1, 863,137 euros). En 1998, la CNMV, a través de la unidad investigadora de los mercados, decide fiscalizar los movimientos que se produjeron en torno a dicha operación empresarial. Poco tiempo después, la entidad fiscalizadora decidió cerrar el expediente, ya que no encontró base objetiva sobre las presuntas irregularidades. Sin embargo, en enero de 2002, y tras unas informaciones publicadas en un medio de comunicación, la Fiscalía Anticorrupción decide abrir diligencias sobre el caso, para lo cual solicita a la CNMV toda la documentación que ésta obtuvo en 1998.

El objetivo primordial de la investigación era determinar si Placer, al realizar la operación bursátil, hizo uso de información privilegiada que podía haberle proporcionado su tío, César Alierta. La Asociación de Consumidores y Usuarios de Servicios Generales de Banca y Bolsa (AUGE), a finales de 2002, decide presentar una querrela en el Juzgado de Instrucción número 32 de Madrid contra César Alierta, contra su esposa Ana Cristina Placer y contra su sobrino Luis Javier Placer, por un supuesto delito de uso de información privilegiada en la compraventa de acciones de Tabacalera entre 1997 y 1998. El 14 de febrero de 2003, el Juzgado resuelve archivar la querrela al no encontrar indicio alguno sobre el delito por el que se acusaba. Así las cosas, AUGE decide interponer Recurso de Reposición frente a la resolución del Juzgado antes citado. A dicho recurso se adhiere la Fiscalía Anticorrupción, que ya venía investigando el caso desde hacía varios meses atrás. El Juzgado número 32 resuelve denegar el recurso reafirmando los argumentos vertidos en su anterior resolución. Posteriormente, el caso volvió a reactivarse debido al Recurso de Alzada interpuesto por AUGE ante la Audiencia Provincial de Madrid.

El 11 de junio de 2003, la Sección Sexta de la Audiencia Provincial de Madrid, emite un Auto admitiendo parcialmente el recurso interpuesto y ordena al Juzgado de Instrucción número 32 de Madrid “proceder a practicar aquellas diligencias que estime oportunas para la investigación de los hechos”, pues se afirma que, en principio, se pueden apreciar ciertas pruebas sobre los hechos de los que se acusa a los implicados. Por otro lado,

también se ordenó indagar sobre Antonio Alonso Ureba por un presunto delito de prevaricación, por ordenar en su día el archivo del expediente de investigación sin concluir la investigación de forma satisfactoria. Al momento en que se realizaron las primeras investigaciones por la CNMV, Alonso Ureba se encargaba de dirigir los servicios jurídicos de la misma y después se convirtió en Secretario del Consejo de Telefónica cuando Alierta fue nombrado Presidente.

Más recientemente, la Audiencia Provincial, sección 17ª de Madrid, se ha pronunciado en este caso mediante Sentencia número 768/2009, de 17 de julio, **absolviendo** a César Alierta Izuel y a Luis Javier Placer Mendoza, por haber **prescrito** –a su juicio– del delito de uso de información privilegiada de los arts. 285 y 286.3 CP (en su redacción original del CP/1995), por el que venían siendo acusados, así como del resto de pretensiones deducidas en su contra, debiendo declarar de oficio las costas procesales ocasionadas. Sin embargo, el tribunal admite que efectivamente las operaciones realizadas por César Alierta Izuel y Luis Javier Placer Mendoza debían de quedar integradas en el tipo básico que contempla el art. 285 CP, pero que en modo alguno concurre el subtipo agravado del art. 285.2 CP (antes art. 286 CP).

- Caso “Asturiana de Zinc” (2000-2001)²⁴: la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) detectó importantes irregularidades en la OPA lanzada en enero de 2001 por la empresa suiza Xstrata S.A contra la firma metalúrgica española Asturiana de Zinc S.A (AZSA). En sus investigaciones, la CNMV detectó indicios de delito por uso de información privilegiada y decidió remitir directamente a la Fiscalía General del Estado la documentación recopilada. Se trata de la primera ocasión en que el órgano de supervisión del mercado de valores ha recurrido a la vía penal para resolver un caso de aparente *insider trading*²⁵. El Fiscal General de entonces, D. Jesús Cardenal, dio orden a la Fiscalía Anticorrupción de abrir diligencias, y unas semanas después, ésta interpuso denuncia ante la Audiencia Nacional por presunta infracción del art. 286 CP (hoy art. 285.2 CP). El tribunal admitió a trámite la denuncia e inició el procedimiento solicitando información a la Comisión Federal Bancaria, homóloga suiza de la CNMV.

²⁴ Cfr. ARROYO RODRÍGUEZ/VAQUERO LAFUENTE, ICADE (64), 2005, 247, 248.

²⁵ En este sentido, ARROYO RODRÍGUEZ/VAQUERO LAFUENTE, ICADE (64), 2005, 247.

Del relato de hechos se desprende que a inicios de diciembre del año 2000, la empresa Xstrata S.A, cabecera de un grupo internacional de compañías dedicadas a la explotación y comercialización de metales básicos y recursos naturales, entabló conversaciones con el consejo de dirección de Asturiana de Zinc, con el objeto de adquirir la totalidad de la empresa. Así, el 12 de enero de 2001 Xstrata daba a conocer oficialmente su intención de comprar AZSA, condicionando la operación a conseguir como mínimo el 80% de sus acciones y ofreciendo 13,5 euros por título, lo que suponía un 11% de beneficio sobre la cotización bursátil de la víspera y una valoración global de la empresa en 546 millones de euros. La OPA se cerró con éxito dos meses más tarde y Xstrata obtuvo el 92% de los títulos.

Las investigaciones determinaron que durante los meses previos a la publicación de la OPA, Thomas Schmidheiny, entonces miembro del consejo de administración de Xstrata, había comprado a título personal, por valor de varios millones de euros, 350.000 acciones de AZSA –cuando éstas se cotizaban a menos de 10 euros- utilizando para la transacción cuentas del Crédit Suisse First Boston, filial del Crédit Suisse a cuyo consejo de administración también pertenecía. Posteriormente, vendió sus acciones a Xstrata S.A y en julio de 2001 presentó la renuncia a su cargo en esta firma. Dos meses después también dimitía como miembro del consejo de administración del Crédit Suisse. Luego de ser requerido manifestó su disposición de colaborar con las autoridades.

Finalmente, se dictó la Sentencia núm. 34/2003, del Juzgado de lo Penal No. 27 de Madrid, donde se condena por *insider trading* al acusado de origen suizo, Sr. Thomas Max Schmidheiny, aunque bien es cierto que se trata de una sentencia de **conformidad**. Además de ser la primera condena penal por *insider trading* desde la aprobación del CP/1995, la importancia de esta sentencia es que refleja la interpretación del tribunal en el ámbito de la consumación del delito, ya que el acusado no llegó a materializar las ganancias que hubiera obtenido de haber vendido los títulos inmediatamente después del incremento de las cotizaciones²⁶.

²⁶ En contra de este criterio, la SAP de Madrid núm. 768/2009, de 17 de julio, sostiene que para que concurra el beneficio típico debe haberse llevado a cabo la liquidación del rendimiento económico de la operación.

c) El delito de iniciados en Gran Bretaña

En Gran Bretaña, la regulación del *insider dealing* como fenómeno bursátil ha sufrido una evolución notable, ya que en sus inicios aunque las operaciones con información privilegiada eran consideradas inmorales, lo cierto es que desde el punto de vista legal no eran concebidas como negocios ilícitos. En este sentido se pronunció la jurisprudencia en el caso *Percival versus Wright* (1902), en donde los administradores de una compañía compraron acciones a X, sin comunicarle que estaban en conversaciones para la enajenación de todas las acciones de dicha compañía a un precio mas alto que el que se había pagado el vendedor. Aunque las negociaciones no culminaron con la venta de las acciones a un mejor precio, el vendedor solicitó a los tribunales la resolución de la compraventa, alegando que los administradores debían de haberle informado sobre las negociaciones aludidas. El tribunal resolvió admitiendo que la venta era vinculante, por estimar que los administradores no tenían ninguna obligación legal de revelar tal información, pues no tenían con el demandante ninguna relación de carácter fiduciario²⁷.

d) En el sistema bursátil francés

En Francia, el “caso Pechiney” constituye un supuesto de especial interés. En este caso, la empresa Pechiney, que ocupaba el tercer lugar en la producción de aluminio, estudiaba su posible asociación con la empresa americana, American Can y, en consecuencia, determinadas personas estaban al tanto de la eventual fusión. Días después se detectan operaciones de compra y venta de dicha sociedad por valor de 300,000 acciones, posteriormente se anunció oficialmente la compra de la sociedad American Can por Pechiney²⁸.

²⁷ En el mismo sentido se pronunció el tribunal en el caso *Allen versus Hyatt* (1914). Cfr. al respecto, DE GISPERT PASTOR, RDBB (5), 1982, 57 n. 66; VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, Noticias/ CEE (81), 1991, 28 n. 101.

²⁸ LÓPEZ CABALLERO, ¿Qué es el insider trading?, 1991, 310; LÓPEZ PASCUAL, AF (1), 1992, 200, 201; VARELAS VARAS, AMF (3), 1992, 1.

e) El mercado de valores belga

Los tribunales belgas también se han pronunciado sobre las operaciones de iniciados y a los efectos que aquí interesan expondremos dos casos emblemáticos, así, el primero fue analizado por el Tribunal de Charleroi en el que se aborda un supuesto relativamente sencillo en cuanto a los hechos objeto de examen. Se trataba del jefe de contabilidad de una empresa que en febrero de 1993 adquirió acciones de su propia sociedad y, después de un mes, publicó los resultados del ejercicio de 1992 que dieron lugar a un notable incremento de los dividendos a distribuir entre los accionistas, con el consiguiente incremento del valor de cotización de las acciones. De esta forma, el comprador procedió a la venta de las acciones, en el mes de agosto del mismo año, y obtuvo un beneficio económico de entre 50,000 a 100,000 francos, sobre una inversión de 630,000. Frente a esta operación, el tribunal consideró que concurría un delito de iniciado, de conformidad con el art. 182 de la Ley de 4 diciembre de 1990, pues –a su juicio– el sujeto no podía ignorar que se trataba de una información privilegiada referida a valores de la sociedad en la que prestaba sus funciones. Atendiendo a las circunstancias personales del sujeto, el tribunal le condenó a una multa por importe de 50,000 francos y, subsidiariamente, a una pena de prisión de quince días ante el eventual incumplimiento de la multa²⁹.

El segundo supuesto, relacionado con al anterior, fue resuelto por el Tribunal de Gante y los implicados eran el consejero delegado de una sociedad y su esposa, también administradora de la sociedad, de la que ambos eran importantes accionistas. Así pues, luego de conocer después de una reunión del Consejo de administración de que debido al buen cierre del año 1992 se incrementarían los dividendos de los accionistas, procedieron a adquirir días después un importante paquete de acciones por importe de 5,200,000 francos. Luego de que los acusados alegaran en su defensa la vulneración de una serie de garantías procesales, fundamentalmente la ilicitud de la prueba, el Tribunal resolvió que tal conducta encajaba en la descripción típica del delito de iniciados, ya que la información de que disponían los acusados tenía carácter privilegiado, pues de haber sido públicamente conocida habría incidido indudablemente en el curso de las cotizaciones de las acciones. El tribunal impuso penas privativas de libertad de tres

²⁹ Cfr. al respecto, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, RDBB (63), 1996, 841.

meses, a las que se sumaron importantes sanciones pecuniarias³⁰. Ambos casos se resolvieron mediante sentencias del 27 de septiembre de 1995, con la particularidad de que una fue dictada por el Tribunal correccional de Charleroi y la otra por el Tribunal correccional de Gante.

3. Consideraciones político-criminales a favor y en contra de la regulación del *insider trading*

En la literatura sobre el *insider trading* podemos encontrar argumentos tanto a favor como en contra de la regulación penal y/o administrativa de tales operaciones. En este sentido, pues, por un lado, la doctrina suele recurrir a posiciones jurídicas, económicas y éticas para poner en evidencia cómo y en qué medida las transacciones con información privilegiada lesionan el correcto funcionamiento del mercado de valores y, por otro, los defensores de las operaciones de iniciados esgrimen argumentos fundamentalmente económicos y funcionales para justificar la desregulación del *insider dealing*. Veamos, pues, cuáles son estos argumentos.

3.1) *Argumentos a favor de la desregulación de las operaciones de iniciados*

El debate sobre la conveniencia o no de establecer una normativa que prohíba las operaciones de iniciados surgió con la publicación de la importante obra de MANNE, titulada *Insider Trading and the Stock Market* (1966). A través de esta obra, el citado autor, considerado como el máximo defensor del *insider trading*³¹, rompió con el consenso –hasta entonces imperante– de que las prácticas con información privilegiada eran perjudiciales; de esta forma, pues, MANNE sostiene –en términos generales– que las operaciones de iniciados producen efectos beneficiosos en el mercado y que, en

³⁰ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, RDBB (63), 1996, 841, 842.

³¹ Así, FERNÁNDEZ ATELA, RDBB (31), 1988, 564 n. 12; LÓPEZ CABALLERO, ¿Qué es el insider trading?, 1991, 304; VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, Noticias CEE (81), 1991, 13 n. 10; MARTÍNEZ FLÓREZ, RDM (202), 1991, 799; EJB, 1995, 3554; LÓPEZ CABALLERO, ¿Qué es el insider trading?, 1991, 304; MORAL BELLO, ICADE (28), 1993, 89; GARCÍA CIRIZA, AMF (4), 1994, 3; ESTEVAN DE QUESADA, RGD (615), 1995, 13444; KOSLOWSKI, Ética bancaria, 1995, 556; WERHANE, La ética en los mercados financieros, 1995, 483; HERNÁNDEZ SAINZ, Apen (9), 1997, 183; RDBB (71), 1998, 767 n. 54; GÓMEZ-BEZARES, BEE, 2000, 266; ARROYO RODRÍGUEZ/VAQUERO LA FUENTE, ICADE (64), 2005, 229.

consecuencia, no deberían ser objeto de regulación alguna. Entre los argumentos económicos alegados por este autor y por quienes, apoyados de sus premisas, han desarrollado más ampliamente sus ideas, destacan:

- a) Ausencia de perjuicios para el inversor. El *insider trading* como delito sin víctima (*victimless crime*)

Considerado como un argumento clásico, la ausencia de perjuicios para el inversor se erige como uno de las principales premisas asumida por un amplio sector de la doctrina. Al respecto, se alega que el inversor que contrata con el iniciado no sufre ningún perjuicio patrimonial porque, aunque éste no hubiera actuado, aquél habría realizado la misma operación con otro participante en el mercado, por lo que –desde esta perspectiva– se concibe al *insider trading* como un delito sin víctima (*victimless crime*)³².

- b) Incremento de la eficiencia del mercado

Según esta tesis, las operaciones con información privilegiada ayudan a elevar la eficiencia del mercado, ya que –por un lado– elevan la eficiencia *alocativa*, entendida como capacidad del mercado para asignar los recursos a las empresas más productivas y, por otro, porque contribuyen a incrementar la eficiencia *informativa*, pues cuando un sujeto opera con información privilegiada está proporcionando información al mercado sobre la tendencia de las cotizaciones. En este sentido, pues, las operaciones de iniciados colocan el precio de los títulos a su nivel real y, además, suponen un incentivo para la búsqueda constante de informaciones sobre la empresa, reduciendo así el coste de su adquisición por otros sujetos³³.

³² FERNÁNDEZ ATELA, RDBB (31), 1988, 564; LÓPEZ CABALLERO, ¿Qué es el insider trading?, 1991, 306; MARTÍNEZ FLÓREZ, RDM (202), 1991, 780; EJB, 1995, 3554; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, ADPCP, 1993, 1033; *Curso*, 1998, 336, 337; ARGANDOÑA, Los problemas éticos de la información privilegiada, 1994, 124; ESTEVAN DE QUESADA, RGD (615), 1995, 13444, 13445; MOREDA DE LECEA, BEE (158), 1996, 380; HERNÁNDEZ SAINZ, Apen (9), 1997, 184; RDBB (71), 1998, 767 n. 54; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 106; MONROY ANTÓN, Derecho & Empresa, 2005, 4; ARROYO RODRÍGUEZ/VAQUERO LAFUENTE, ICADE (64), 2005, 228.

³³ DEFARGES, El “insider trading” hoy, 1987, 12; FERNÁNDEZ ATELA, RDBB (31), 1988, 564; MARTÍNEZ FLÓREZ, RDM (202), 1991, 780; EJB, 1995, 3554; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, ADPCP, 1993, 1033; GARCÍA CIRIZA, AMF (4), 1994, 3; ESTEVAN DE QUESADA, RGD (615),

c) Efectos positivos para la sociedad cuyos valores son objetos de la operación

Con esta premisa se intenta demostrar que el *insider trading* tiene efectos positivos para la sociedad cotizada, ya que tales prácticas constituyen un mecanismo de *compensación* para los empresarios (*entrepreneurs*) responsables del éxito y de las innovaciones de la sociedad y, por tanto, suponen un mecanismo de incentivación para la asunción de riesgos con la finalidad de incrementar la rentabilidad de dichas empresas. En este sentido, un sector considera que deberían ser permitidos los pactos entre accionistas y representantes relativos a la utilización de información privilegiada, ya que la autorización para el uso de dicha información forma parte del sistema de estímulo y retribución del órgano de administración de la sociedad³⁴.

3.2) *Argumentos a favor de la prohibición del insider trading*

La doctrina jurídica, y parte de la doctrina económica, ha puesto en tela de juicio los argumentos a favor de las prácticas de iniciados, pero además ha planteado una serie de criterios que intentan reflejar el daño que las operaciones de iniciados ocasionan al sistema bursátil, entre éstos destacan por su importancia:

a) Crítica a la pretendida eficacia informativa

Al respecto, hay que decir que el *insider trading* no es capaz de transmitir nuevas informaciones al mercado ni tampoco provoca una alteración sustancial de los precios, por ejemplo, porque el iniciado no cuenta con suficientes recursos para la ejecución de las operaciones. La variación sustancial de los precios sólo ocurrirá cuando los demás

1995, 13444; MOREDA DE LECEA, BEE (158), 1996, 380; HERNÁNDEZ SAINZ, RDBB (71), 1998, 767 n. 54; MINGELL ELEIZALDE, LL, 1999, 3973; GÓMEZ-BEZARES, BEE, 2000, 266; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 106; ARROYO RODRÍGUEZ/VAQUERO LA FUENTE, ICADE (64), 2005, 230; MONROY ANTÓN, Derecho & Empresa, 2005, 4.

³⁴ DE GISPERT PASTOR, RDBB (5), 1982, 56; MARTÍNEZ FLÓREZ, RDM (202), 1991, 780, 781; VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, Noticias CEE (81), 1991, 15; GARCÍA CIRIZA, AMF (4), 1994, 3; ESTEVAN DE QUESADA, RGD (615), 1995, 13444; LÓPEZ LOZANO, LL, 1997, 1364; HERNÁNDEZ SAINZ, Apen (9), 1997, 184; RDBB (71), 1998, 767 n. 54; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 106; GARCÍA SANTOS, La regulación del abuso de mercado, 2005, 172, 173.

inversores deduzcan que en el comercio de títulos valores está actuando un iniciado que cuenta con información privilegiada; además, se argumenta que existen otros mecanismos alternativos más idóneos para conducir los precios a su nivel real, esto es, la pronta divulgación de la información relevante para las cotizaciones. Así mismo, se argumenta que es muy dudoso que las operaciones de iniciados incentiven la producción y divulgación de nuevas informaciones, ya que en todo caso al *insider* le conviene mantener en secreto la información de que dispone³⁵.

b) Crítica a la permisibilidad del uso de información privilegiada como mecanismo de incentivo

Con relación al *insider trading* como incentivo a la labor empresarial, la doctrina sostiene con razón que se trata de un mecanismo insuficiente dado su carácter ocasional y a la dificultad de identificar a los verdaderos responsables del éxito de la empresa, pues los resultados obtenidos por la sociedad no dependen generalmente de actuación personal de una sola persona, sino del esfuerzo colectivo de los diversos colaboradores de la misma y, además, para tales fines existen otros mecanismos más idóneos, v. gr., la posibilidad de hacer carrera o de obtener altas cuotas de poder. Además, en la práctica se ha demostrado que el uso de información privilegiada es realizado por sujetos que en modo alguno contribuyen con el desarrollo de la empresa ni forman parte del grupo de emprendedores, v. gr., los *tippees*. A esto hay que añadir que la posibilidad de utilizar información privilegiada no sólo sería permitida cuando se produzcan resultados positivos para la empresa, sino también cuando hubiera resultados negativos, como por ejemplo, la existencia de pérdidas.

Por último, se argumenta, por un lado, que este mecanismo de incentivación induciría a que los directivos o altos cargos ocuparan gran parte de su tiempo a la búsqueda de negocios que les procurasen beneficios personales, descuidando así los intereses de la sociedad y, por otro, de que la permisibilidad de las prácticas de iniciados podrían inducir a los directivos a realizar transacciones más arriesgadas de las que los accionistas estarían dispuestos a realizar, de manera que, si las negociaciones tuvieran éxito los

³⁵ MARTÍNEZ FLÓREZ, RDM (202), 1991, 803; GARCÍA CIRIZA, AMF (4), 1994, 3; ESTEVAN DE QUESADA, RGD (615), 1995, 13446; LÓPEZ LOZANO, LL, 1997, 1364; GÓMEZ-BEZARES, BEE, 2000, 266.

insiders saldrían beneficiados, mientras que si las operaciones fracasaran, los perjuicios recaerían sobre los accionistas³⁶.

- c) Repercusiones negativas del *insider trading* sobre el principio de divulgación inmediata de las informaciones que puedan afectar a las cotizaciones

El principio de divulgación inmediata de informaciones relevantes para las cotizaciones es uno de los principios informadores de todo mercado bursátil, por lo que las operaciones con información privilegiada podrían incidir negativamente en esta faceta del mercado de valores, ya que al permitirse a los iniciados traficar con información privilegiada, ello sería un incentivo para retrasar la divulgación de dicha información hasta que los *insiders* hubiesen obtenido ventajas económicas, de manera que las prácticas de iniciados actuarían como un mecanismo ralentizador en el proceso de difusión de la información y de su incorporación en los precios, lo que a la postre incidiría negativamente en la eficiencia alcativa del mercado. Además, se argumenta que la percepción de que la información sobre los emisores de títulos valores no es accesible inmediatamente provocaría en todo caso una reducción en el precio de los valores de éstos³⁷.

- d) La lesión de la confianza en el sistema bursátil

Considerado como un argumento macro-económico, se alega que el *insider trading* lesiona la confianza de los inversores en el mercado de valores, lo que podría dar lugar a una retractación del mismo, pues el inversor que no confía en determinada plaza bursátil evita participar en ella, lo cual repercutiría negativamente, por un lado, en el funcionamiento del mercado de valores, al punto de poner en peligro su propia subsistencia y, por otro, en el sistema económico del país (daño colateral). Como veremos más adelante, la lesión de la confianza en el correcto funcionamiento del

³⁶ MARTÍNEZ FLÓREZ, RDM (202), 1991, 804; EJB, 1995, 3555; GARCÍA CIRIZA, AMF (4), 1994, 3; ESTEVAN DE QUESADA, RGD (615), 1995, 13448, 13449; KOSLOWSKI, Ética bancaria, 1995, 557; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 106; MONROY ANTÓN, Derecho & Empresa, 2005, 5; GARCÍA SANTOS, La regulación del abuso de mercado, 2005, 173.

³⁷ VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, Noticias CEE (81), 1991, 15; MARTÍNEZ FLÓREZ, RDM (202), 1991, 804; ESTEVAN DE QUESADA, RGD (615), 1995, 13446; LÓPEZ LOZANO, LL, 1997, 1364.

mercado de valores ha sido retomada por quienes –como *VOLK*, *LENENBACH*, *ARROYO* o *GÓMEZ INIESTA*– sostienen que dicha confianza debe erigirse como bien jurídico protegido en el delito de iniciados³⁸.

e) Argumentos éticos y de justicia a favor de la prohibición

Además de las anteriores consideraciones, la doctrina ha planteado que las operaciones con información privilegiada infringen los principios básicos de la ética en los negocios y que constituyen prácticas inmorales e injustas³⁹. En tal sentido, pues, se ha sostenido que la injusticia de las operaciones de iniciados radica en que éstas infringen el principio de igualdad de oportunidades de los inversores, pues el *insider* cuenta con una ventaja cognoscitiva respecto de los demás participantes en el mercado y, en consecuencia, no asume los mismos riesgos. Así mismo, se argumenta que el uso de información privilegiada es doblemente inmoral, pues constituye un abuso de confianza respecto de la empresa y una competencia desleal para con los demás inversores que creen que las informaciones que afectan a la cotización de los valores son públicas⁴⁰.

Desde la perspectiva empresarial, se ha sostenido que el *insider trading* vulnera el **derecho de propiedad** que ostenta la empresa sobre la información, ya que sin duda alguna la sociedad tiene derecho a la información sobre sus asuntos, sean reestructuraciones de plantilla, fusiones, descubrimientos científicos o técnicos; esto es así porque la información privilegiada tiene un valor económico y, en consecuencia, el

³⁸ VOLK, ZHR, 1978, 3; LENENBACH, ZIP (6), 2003, 246; ARROYO ZAPATERO, El abuso de información privilegiada, 1995, 55 ss; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, ADPCP, 1993, 1034; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 287, 370; RODRÍGUEZ RAMOS, DP PE, 1999, 260; MONROY ANTÓN, Derecho & Empresa, 2005, 5.

³⁹ Vid. ampliamente, sobre los planteamientos éticos que avalan la prohibición del *insider trading*, DE GISPERT PASTOR, RDBB (5), 1982, 57; XIMENES NORES, LL, 1987, 2845; LÓPEZ CABALLERO, ¿Qué es el insider trading?, 1991, 309 ss; MORAL BELLO, ICADE (28), 1993, 88 ss; ARGANDOÑA, Los problemas éticos de la información privilegiada, 1994, 121 ss; ESTEVAN DE QUESADA, RGD (615), 1995, 13446; FRANCH MENEU, Problemas éticos, 1995, 205; VIVES, Comentarios, 1995, 51 ss; KOSLOWSKI, Ética bancaria, 1995, 553; MOREDA DE LECEA, BEE (158), 1996, 367 ss; HERNÁNDEZ SAINZ, RDBB (71), 1998, 770; GÓMEZ-BEZARES, BEE, 2000, 265 ss; ARROYO RODRÍGUEZ/VAQUERO LA FUENTE, ICADE (64), 2005, 227; ÁLVAREZ RIVAS/DE LA TORRE DÍAZ, Ética de la empresa, 2005, 88, 89; GARCÍA SANTOS, La regulación del abuso de mercado, 2005, 174.

⁴⁰ En este sentido, WERHANE, La ética en los mercados financieros, 1995, 485; GÓMEZ-BEZARES, BEE, 2000, 266.

insider debe utilizarla en beneficio de la empresa y no en beneficio propio. De esta forma, pues, el uso de información privilegiada por el iniciado se asemeja al uso indebido de las instalaciones de la empresa, v. gr., uso de ordenadores, teléfonos u oficinas, para obtener beneficios personales⁴¹.

4. El delito de iniciados ¿manifestación del llamado “Derecho penal simbólico”?

Como hemos visto, hasta la fecha el delito de uso de información privilegiada bursátil del art. 285 CP ha tenido una escasa aplicación en los tribunales españoles, lo que podría tenerse en cuenta para plantear la cuestión de si el *insider trading* no constituye, en realidad, una manifestación más del denominado Derecho penal simbólico. A esta cuestión, un sector ha respondido negativamente, sosteniendo que sería apresurado deducir –del dato de la falta de aplicación del precepto– que el delito de iniciados es una muestra del Derecho penal simbólico, ya que en ocasiones la inaplicabilidad de algunos tipos penales durante los primeros años de vigencia puede deberse al tiempo que se requiere para que calen en la conciencia social y en la conciencia jurídica de los operadores del Derecho, y es al cabo de unos años cuando se va incrementando paulatinamente su aplicación⁴².

Por su parte, *JERICÓ* señala que para evitar que el sistema penal se reduzca –en este ámbito– a un carácter simbólico, será preciso el establecimiento de unas sanciones adecuadas (v. gr., la suspensión de la condición de miembro del mercado y del ejercicio de la actividad empresarial o profesional por tiempo determinado), las que en todo caso deberán imponerse por los órganos de control respectivos que serán los garantes de la correcta aplicación de la norma⁴³. En parecidos términos, *RUIZ RODRÍGUEZ* alega que en materia de protección penal del mercado de valores habría un función simbólica en caso de que no hubiese un órgano administrativo que ejerciera las funciones de vigilancia y control; sin embargo, este no es el caso del sistema español en el que la

⁴¹ ARGANDOÑA, Los problemas éticos de la información privilegiada, 1994, 126; en parecidos términos, FRANCH MENEU, Problemas éticos, 1995, 205; VIVES, Comentarios, 1995, 54.

⁴² Así, LUZÓN PEÑA, Función simbólica del Derecho penal, 2001, 14, 15; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 170.

⁴³ Cfr. JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 195, 196.

CNMV se caracteriza por ser una entidad especializada e independiente, con posibilidad material para investigar y sancionar las conductas que afectan al mercado bursátil. El problema para la aplicación del tipo penal del art. 285 CP se deriva –a su juicio– del establecimiento de un límite cuantitativo, al que ha calificado como “elemento distorsionador” y que –en su opinión– sirve de límite entre la infracción penal y administrativa; en definitiva, pues, el autor concluye que si no se ha producido ninguna intervención penal no es porque el delito de iniciados esté ejerciendo un efecto simbólico, sino precisamente porque el legislador ha introducido dicho límite cuantitativo que es el que ha impedido hasta ahora la intervención del Derecho penal en este ámbito⁴⁴.

Pues bien, antes de exponer nuestra postura sobre si el *insider trading* constituye un caso de legislación penal fundamentalmente simbólica, con la consiguiente valoración negativa que merece el empleo de dicha técnica por parte del legislador, será preciso determinar qué se entiende por Derecho penal simbólico. Así pues, de función simbólica del Derecho penal se habla –como sugiere LUZÓN PEÑA– en varios sentidos⁴⁵, a saber: por un lado, un sector entiende que dicha función es inherente al Derecho penal y que por tanto debe *valorarse positivamente* y, por otro lado, existe una posición crítica de la función **exclusivamente** simbólica o **retórica** de las normas penales, pues se asocia esta técnica a la inexistencia de un bien jurídico-penal concreto que amerite la intervención del Derecho penal⁴⁶.

En el primer caso, no parece del todo incorrecto hablar de función simbólica del Derecho penal en la medida en que los tipos delictivos contienen mandatos o prohibiciones, cuya infracción supone la imposición de penas (la mayoría privativas de libertad), y eso ya produce “un fuerte efecto simbólico en la conciencia de los ciudadanos”. En realidad –sostiene LUZÓN PEÑA– dicho efecto simbólico está presente en toda norma jurídica; sin embargo, en el caso de las normas jurídico-penales la función

⁴⁴ RUÍZ RODRÍGUEZ, en: Viva la Bolsa (Entrevista), el 2 de julio de 2001; Protección penal, 2002, 131.

⁴⁵ Cfr. LUZÓN PEÑA, Función simbólica del Derecho penal, 2001, 11, 12.

⁴⁶ TERRADILLOS BASOCO, Función simbólica, 1991, 10; HASSEMER, Derecho Penal Simbólico, 1995, 35; RAPOSO FERNÁNDEZ, LL (5), 1998, 1, 7, 8; DÍEZ RIPOLLÉS, El Derecho penal simbólico, 2002, 68, 69, 85.

simbólica es especialmente intensa: porque señala los ilícitos criminales, es decir, las conductas más graves y socialmente más intolerables⁴⁷.

La postura crítica, en cambio, sugiere que la criminalización de conductas que no lesionan ni ponen en peligro bienes jurídicos esenciales para el funcionamiento del sistema es incompatible con la **función instrumental** de las normas penales, esto es, la función de exclusiva protección de bienes jurídicos, pero además pone en tela de duda algunos principios limitadores de la potestad punitiva del Estado, fundamentalmente el de *ultima ratio* o de carácter fragmentario del Derecho penal⁴⁸. La consecuencia de legislar en este sentido es la ineficacia de las normas penales, no tanto por su falta de aplicación como por la función simbólica o “retórica” con que han sido diseñadas, función ésta que sólo opera en la mente de los políticos y electores: en los primeros la creación de la norma produce la satisfacción de haber hecho algo y, en los ciudadanos, la sensación de tener controlado el problema⁴⁹. Estas razones han incidido para que un amplio sector doctrinal rechace con razón la utilización puramente simbólica de las normas penales.

4.1) Toma de posición

A nuestro juicio, el recurso al Derecho penal con fines **exclusivamente** simbólicos debe ser rechazado, entre otras razones porque –como apunta *LUZÓN PEÑA*– por un lado sería ineficaz (e incluso contraproducente) para la función protectora de bienes jurídicos a través de la prevención general de delitos y, por otro lado, también sería ineficaz desde la perspectiva de la retribución (para quienes la admiten), pues no se proporcionaría una respuesta justa al delito ni se reestablecería el Derecho si las normas penales aprobadas

⁴⁷ *LUZÓN PEÑA*, Función simbólica del Derecho penal, 2001, 12; *CANCIO MELIÁ*, en: *Cuerda Riezu (dir.)*, ¿Derecho penal del enemigo?, 2006, 81, sostiene que los fenómenos de carácter simbólico forman parte necesaria del entramado del Derecho penal y que es incorrecto hablar de “derecho penal simbólico” como fenómeno extraño al Derecho penal, pues “los elementos de interacción simbólica son la misma esencia del Derecho penal”.

⁴⁸ *RAPOSO FERNÁNDEZ*, LL (5), 1998, 8.

⁴⁹ *HASSEMER*, Derecho Penal Simbólico, 1995, 29; *RAPOSO FERNÁNDEZ*, LL (5), 1998, 8; *DÍEZ RIPOLLÉS*, El Derecho penal simbólico, 2002, 85; *LUZÓN PEÑA*, Función simbólica del Derecho penal, 2001, 12; *CANCIO MELIÁ*, en: *Cuerda Riezu (dir.)*, ¿Derecho penal del enemigo?, 2006, 81, 85, 86.

no se aplican o sólo lo hacen de un modo insuficiente⁵⁰. En consecuencia, cuando sea evidente –por las circunstancias propias de la materia regulada– que las normas penales no serán aplicadas o serán ineficaces, entonces lo procedente sería el recurso a la regulación extrapenal, que deberá concretar el límite de lo prohibido y lo permitido, estableciendo –cuando fuera posible– sanciones extrapenales con posibilidades reales de aplicación⁵¹.

Sin embargo, cuando la función simbólica de la norma penal está estrechamente unida a la **función protectora** de bienes jurídico-penales concretos, entonces no habrá razones para rechazar tal función en la medida en que la norma sí que estaría orientada al cumplimiento de uno de los fines esenciales del Derecho penal: la prevención general.

En este sentido, el delito de iniciados no parece ser una manifestación de la utilización exclusivamente simbólica de la norma penal, ya que –como veremos– a través de esta novedosa figura delictiva se protege un bien jurídico-penal colectivo esencial para el sistema económico de un país. La falta de aplicación del precepto no puede *per se* inducirnos a afirmar que dicho tipo penal es una muestra más de la función puramente simbólica o retórica de las normas penales, ya que –entre otras cosas– la inaplicación del art. 285 CP puede deberse a varios factores, v. gr., la escasa formación de los operadores jurídicos en materia bursátil, la complejidad de las operaciones bursátiles, la falta de medios técnicos necesarios para el descubrimiento del delito o la existencia de sanciones administrativas que induzcan al Juez a considerarlas suficientes frente un eventual uso o suministro de información privilegiada. En definitiva, pues, no creemos que al incriminar penalmente las operaciones de iniciados el legislador haya estado pensando en la función retórica de las normas penales, sino que ha tenido en cuenta la afectación que estas conductas han ocasionado en otras plazas bursátiles que ya establecían sanciones administrativas y que; sin embargo, no parecían ser suficientemente disuasorias.

En realidad, creemos que la falta de aplicación del *insider trading* se debe fundamentalmente a su compleja configuración típica que hace sumamente

⁵⁰ LUZÓN PEÑA, Función simbólica del Derecho penal, 2001, 13.

⁵¹ LUZÓN PEÑA, Función simbólica del Derecho penal, 2001, 13.

problemática, por ejemplo, la determinación del bien jurídico protegido, el alcance de las conductas típicas, la determinación del momento consumativo, la caracterización de la cuantía del beneficio-perjuicio como condición objetiva de punibilidad o como elemento del tipo y, finalmente, las relaciones concursales con otras figuras jurídico-penales tradicionales (v. gr., la estafa). A todas estas cuestiones voy a referirme muy brevemente, ya que serán analizadas con más detenimiento en el capítulo respectivo.

a) En el ámbito de las operaciones de iniciados no existe unanimidad en cuanto al bien jurídico protegido, sino que –por el contrario- la doctrina maneja una prolija y hasta confusa variedad de criterios sobre el objeto de protección. En tal sentido, pues, se ha defendido que el *insider dealing* protege la confianza del inversor en el correcto funcionamiento del mercado de valores⁵², el principio de igualdad de oportunidades⁵³, la seguridad de las operaciones bursátiles⁵⁴, la relación de confianza que existe entre el iniciado y la sociedad emisora, la correcta formación de los precios⁵⁵, el patrimonio de los inversores, el orden económico o, finalmente, la justicia informativa de las cotizaciones⁵⁶. No obstante, un importante sector doctrinal defiende que el art. 285 CP contiene un **delito pluriofensivo**, en la medida en que, por un lado, protege un bien jurídico supraindividual o colectivo identificado con el correcto funcionamiento del mercado de valores y, por otro, se brinda protección penal al patrimonio de los inversores⁵⁷. Así pues, tomando en consideración las tesis antes descritas, la importancia

⁵² En Alemania, VOLK, ZHR, 1978, 3; LENENBACH, ZIP (6), 2003, 246; en Italia, SANGIOVANNI, ZStW, 2000, 158; en España, DE GISPERS PASTOR, RDBB, 1982; ARROYO ZAPATERO, El abuso de información privilegiada, 1995, 55 ss; JIMÉNEZ VILLAREJO, Delitos societarios, 1996, 29; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 287, 370.

⁵³ En este sentido, en la doctrina alemana, MÖLLER, BFuP (46), 1994, 104; IMMENGA, ZBB (2), 1995, 202; KOHLMANN, Das Strafrecht, 1995, 455, 457; SCHNEIDER/BURGARD, ZIP (10), 1999, 387, 388; HIENZSCH, Insiderhandelsverbot, 2005, 159, 184, 187; BERGMANN/DREES, StraFo (9), 2005, 365; ASSMANN, Kommentar, 2006, 393; TIEDEMANN, Wirtschaftsstrafrecht, 2006, 163; en la doctrina española, RODRÍGUEZ MOURULLO, PJ, 1988, 247; JORNADA DE POZAS, Código Penal, 1997, 2990; MARTÍNEZ- BUJÁN PÉREZ, DPE, 2002, 115; DP PE, 2004, 583; DPE PG, 2005, 294; MARCHENA GÓMEZ, Código Penal, 2002, 1897; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 126; MUÑOZ CONDE, DP PE, 2004, 519.

⁵⁴ SERRANO GÓMEZ, DP PE II, 1996, 526; DP PE, 2003, 503.

⁵⁵ MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 210.

⁵⁶ PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 198, 203, 346, 360.

⁵⁷ Así, en Alemania, OTTO, Der Mißbrauch von Insider-Informationen, 1994, 450; 457; HOPT, ZHR (159), 1995, 159; MENNICKE, Sanktionen gegen Insiderhandel, 1996, 116, 117; en España, entre otros,

de determinar el bien jurídico protegido en las operaciones de iniciados radica en que si admitimos que estamos frente a un genuino delito económico *strictu sensu*, entonces el patrimonio individual de los inversores quedaría al margen de la protección penal y, en consecuencia, no sería necesario acreditar la producción de un perjuicio patrimonial para la aplicación del art. 285 CP. Por el contrario, si concebimos que el *insider trading* es un delito que protege simultáneamente un bien jurídico colectivo y otro individual, entonces la aplicación del tipo penal estaría condicionada a la constatación de un efectivo perjuicio patrimonial. Es evidente, pues, que la determinación del objeto de protección del delito de iniciados es una labor compleja, para lo cual habrá que recurrir a la interpretación teleológica del tipo a los efectos de precisar el contenido material de lesividad de las operaciones con información privilegiada.

b) Así mismo, habrá que determinar el alcance de las conductas típicas del “uso” o “suministro” de información privilegiada y dar respuesta a toda una serie de problemas que se presentan con determinadas prácticas eventualmente merecedoras de sanción penal, a saber: los supuestos de *insider non-trading*, *front running*, *Scalping*, el *Due Diligence Prüfung*, las operaciones a título lucrativo o la pignoración de títulos valores a sabiendas de la inminente caída de sus precios, así como también el problema que supone la aplicación de la omisión impropia en ambas conductas delictivas. Además, el intérprete deberá precisar si llevan razón quienes –como MARTÍNEZ-BUJÁN– alegan que el art. 285 CP contiene, en realidad, una sola conducta típica: del uso, pues –a su juicio– la utilización del gerundio “obteniendo” reduce la descripción típica a dicha modalidad⁵⁸. Sin embargo, de admitirse la existencia de ambas modalidades de actuación, ello generaría importantes consecuencias al momento de decidir si la concurrencia de ambas conductas supone la existencia de un **concurso de delitos** o si, por el contrario, se trata de un tipo mixto alternativo, lo que dependerá una vez más de la interpretación teleológica del precepto.

c) Una de las cuestiones más controvertidas desde la perspectiva doctrinal y judicial es el momento de la consumación del delito de iniciados, así pues, se han argumentado varias

GONZÁLEZ CUSSAC, CPC, 1989, 138, 141; DP PE, 1996, 479; QUERALT JIMÉNEZ, DP PE, 1996, 473; TERRADILLOS BASOCO, Protección penal del mercado financiero, 1998, 168.

⁵⁸ MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1388; DPE, 2002, 122; DP PE, 2004, 586; DPE, 2005, 302.

tesis que dejan sentir sus efectos prácticos en materia de prescripción. De esta forma, la doctrina propone una serie de criterios para determinar el momento consumativo del *insider trading*, criterios que también han sido expuestos por el Fiscal General del Estado en un oficio dirigido al Jefe de la Fiscalía Anticorrupción, a propósito del caso más reciente de uso de información privilegiada en el mercado español, y que pueden resumirse de la siguiente manera: 1ª) que el delito se perfecciona al momento en que se obtiene el beneficio de 600.000 euros o cuando se produce el perjuicio por idéntica suma; 2ª) que el tipo se consuma cuando se emite la orden de realizar la operación o cuando se suministra la información a terceros; 3ª) que la consumación se produce cuando la operación se hace efectiva; 4ª) que habrá consumación siempre que se liquide la inversión realizada y, finalmente; 5ª) que el delito se consuma cuando se produce la variación del curso previsto en las operaciones, sin que sea necesaria la materialización de la ventaja económica. Es evidente, pues, la dificultad que engendra la determinación del momento consumativo, por lo que el intérprete deberá determinar con precisión en qué momento se ha de entender consumado el *insider trading* a los efectos de proporcionar seguridad jurídica en la aplicación de la norma.

d) Muy importante será precisar la naturaleza jurídica de la cuantía del beneficio-perjuicio al que alude el art. 285 CP, ya que su calificación como condición objetiva de punibilidad o como resultado típico tendrá importantes repercusiones en el ámbito del *Iter criminis*. En efecto, tal y como apunta un amplio sector de la doctrina, si la cuantía del beneficio-perjuicio supone una condición objetiva de punibilidad, entonces no cabría la tentativa; por el contrario, si dicho límite cuantitativo es tenido como resultado del tipo, las formas imperfectas de ejecución serían completamente posibles. Sin embargo, hay posiciones mixtas que sugieren que la obtención de un beneficio inferior a los 600.000 euros constituye un resultado del tipo, pero que este límite cuantitativo establecido en el art. 285 CP es una condición objetiva de punibilidad. Hay quienes, por su parte, defienden que la cuantía de los 600.000 euros sirve para distinguir la infracción penal de la infracción administrativa contenida en la LMV.

e) En materia de concursos y de delimitación con otras figuras delictivas se plantean interesantes cuestiones problemáticas, tales como: el tratamiento concursal que debe aplicarse cuando quien utiliza la información privilegiada es un funcionario público, habida cuenta de la existencia del art. 442 CP que está configurado como un delito

especial; del mismo modo habrá que resolver los problemas concursales entre el *insider trading* y la manipulación de precios mediante la utilización de una información privilegiada (art. 284 CP); será de mucha importancia así mismo el análisis del delito de iniciado a la luz de otras figuras delictivas tradicionales, v. gr., la estafa o la revelación de secretos, a través de las cuales se intentaba poner coto a estas operaciones antes de la aprobación del CP/1995. El planteamiento de las relaciones entre el *insider dealing* y el delito de estafa tiene importantes consecuencias prácticas, ya que autores como HELDMANN, ALTENHAIN o SCHÜNEMANN entienden que las operaciones con información privilegiada causan perjuicios a la contraparte de la transacción y que, en consecuencia, dichas prácticas constituyen en puridad una estafa estructural caracterizada por la ausencia de contacto directo con la víctima⁵⁹.

f) En cuanto a las relaciones entre el Derecho penal y el Derecho administrativo sancionador en materia bursátil, se ha denunciado la infracción del principio *non bis in idem*, de naturaleza sustantivo-procesal, cuando se imponen simultáneamente ambas sanciones, penal y administrativa, frente a una misma conducta. Hay que advertir, no obstante, que esta problemática no es exclusiva del delito de iniciados, sino que también se encuentra presente en otros ámbitos en los que la norma penal **coexiste** con normas administrativas que sancionan conductas idénticas o casi idénticas, v. gr., en materia de delitos contra el medio ambiente o de delitos contra la seguridad vial. En cuanto a la **vertiente procesal** del principio *non bis in idem*, a la luz del Derecho positivo español, la jurisdicción penal tiene preeminencia sobre el procedimiento administrativo sancionador, de manera que en los casos en que se hubiese iniciado éste, deberá suspenderse y darse traslado al Ministerio fiscal cuando se trate de hechos que pudieran considerarse delictivos⁶⁰. Con relación a la **vertiente material** de este principio, el TC ha declarado improcedente la duplicidad sancionadora cuando exista identidad de hecho, de sujeto y de fundamento; sin embargo, admite tal duplicidad sancionadora cuando entre el sujeto y la Administración media una relación de sujeción especial⁶¹ o cuando

⁵⁹ HELDMANN, ZKW (11), 1992, 14; ALTENHAIN, Kölner Kommentare zum Unternehmens, 2007, 2517; SCHÜNEMANN, en: Entrevistas concedidas en el Institut für die gesamten Strafrechtswissenschaften, Rechtsphilosophie und Rechtsinformatik, con fechas 5 de julio de 2007 y 26 de agosto de 2009.

⁶⁰ Cfr. al respecto, el art. 7 del RD 1398/1993, de 4 de agosto, que aprobó el reglamento del procedimiento para el ejercicio de la potestad sancionadora por parte de la Administración.

⁶¹ Vid. STC 2/1981, de 30 enero; STC 234/1991, de 10 diciembre.

las normas aplicadas protejan intereses distintos⁶². En el ámbito concreto del mercado de valores, la cuestión no es tan sencilla, ya que el art. 96 LMV parece admitir la duplicidad sancionadora en la medida en que posibilita la imposición de sanciones administrativas después de que haya recaído sentencia firme en el orden penal⁶³. Así pues, la eventual concurrencia de sanciones penales y administrativas en el ámbito bursátil deberá ser analizada desde la perspectiva del principio *ne bis in idem*.

En definitiva, la eficacia del art. 285 CP dependerá de que los ciudadanos adquieran conciencia de la importancia que tiene el mantener la plaza bursátil española libre de operaciones de iniciados, ya que la antijuridicidad material de tales prácticas deja sentir sus efectos en una parte vital del sistema económico: el mercado de valores. Así mismo, los jueces deben tener en cuenta que las disposiciones penales y administrativas de otros países del entorno europeo son constantemente aplicadas, precisamente porque hay conciencia social y jurídica del alto contenido de lesividad del *insider trading*. Por último, la aplicación del delito de iniciados también dependerá en gran medida del nivel de formación judicial y policial en temas bursátiles, además de la oportuna asistencia de expertos en la materia.

5. Evolución del Derecho de iniciados en Europa

Antes de la aprobación del proyecto de Directiva sobre operaciones de iniciados al que aludiremos posteriormente, la otrora Comunidad Económica Europea ya había mostrado su preocupación por el *insider trading*, lo que encuentra fiel reflejo en la Recomendación de un Código de Conducta Europeo relativo a las transacciones de valores mobiliarios^{64 65}, en el que se abordaba la problemática de las operaciones con

⁶² Cfr. la STC 234/1991, de 10 diciembre.

⁶³ Así, PÉREZ MANZANO, La prohibición constitucional de incurrir en bis in idem, 2002, 18; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 165, 166.

⁶⁴ DOCE, 1977, L 212.

⁶⁵ Suele afirmarse que el Código de Conducta Europeo se presentó como consecuencia del Informe del grupo de expertos sobre la integración de los mercados de capitales (CEE, Bruselas, 1967), también conocido como Informe Segré, en el que se establecía la necesidad de que los Estados miembros homogeneizaran sus niveles de información mediante las oportunas reformas en sus respectivas normativas contables societarias, y de que eliminaran cualquier medida discriminatoria que pudiese dificultar el acceso de los valores de un Estado perteneciente a la Unión Europea a las Bolsas de otros

información privilegiada, aunque bien es cierto que al tratarse de una mera recomendación, no tenía carácter vinculante e incluso tuvo poca eficacia práctica⁶⁶. Así pues, el punto 9ª del Código de Conducta establecía:

“Cualquier persona que, como consecuencia del ejercicio de su profesión o el desempeño de sus obligaciones, disponga de información confidencial relativa a una compañía o al mercado de sus títulos o a cualquier acontecimiento que pueda ser de interés para el mercado y afectar a las cotizaciones, debe abstenerse de realizar, directa o indirectamente, cualquier transacción sobre la base de dicha información confidencial, y debe abstenerse de comunicar la información a cualquier otra persona que pueda beneficiarse de ella antes de que la información sea conocida públicamente”.

Del mismo modo, existían otros instrumentos que regulaban de forma indirecta las operaciones de iniciados, así, por ejemplo, algunas Directivas sobre condiciones de admisión de valores mobiliarios a la cotización oficial en una bolsa de valores⁶⁷ y sobre la información que deben facilitar las compañías cuyas acciones estaban admitidas a cotización en un mercado de valores⁶⁸, las cuales intentan poner coto a las operaciones de iniciados en la medida en que la difusión pública de la información coloca a los inversores en situación de igualdad y evita que los iniciados puedan beneficiarse de su posición de privilegio⁶⁹.

5.1) La Propuesta de Directiva sobre operaciones de iniciados

Finalmente, es a principios de 1987 cuando la Comisión Europea, actuando como órgano ejecutivo de la entonces Comunidad Económica Europea, elaboró una Propuesta de

Estados miembros. Cfr. al respecto, DE GISPERT PASTOR, RDBB (5), 1982, 57; VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, Noticias CEE (81), 1991, 25; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 108; MONROY ANTÓN, Derecho & Empresa, 2005, 10, 11.

⁶⁶ Así, VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, Noticias CEE (81), 1991, 26.

⁶⁷ Directiva 79/279, de 5 de marzo de 1979 (DOCE, L 66).

⁶⁸ Directiva 82/121, de 15 de febrero de 1982 (DOCE, L 100).

⁶⁹ En este sentido, DE CARLOS BELTRÁN, Noticias CEE (34), 1987, 78.

Directiva a los efectos de prohibir determinadas operaciones bursátiles que reportaban beneficios a quienes tuvieran en posesión de informaciones confidenciales⁷⁰. Sin embargo, como hemos apuntado, ésta no fue la primera vez que la Comisión abordaba el tema, aunque sí la primera en donde se pronuncia con mayor énfasis, debido a los escándalos financieros suscitados en los Estados Unidos e Inglaterra⁷¹. Además, en este contexto, la Federación Internacional de Bolsas había venido sugiriendo a distintos gobiernos la necesidad de regular tales prácticas abusivas que distorsionan los mercados de valores⁷².

En sus líneas básicas, la Propuesta de Directiva recogía el concepto de información privilegiada, el ámbito subjetivo de aplicación, las conductas prohibidas y algunas otras obligaciones, como por ejemplo la publicación de la información. En este sentido, pues, la información privilegiada se caracterizaba por las siguientes notas:

1. desconocida para el público,
2. suficientemente precisa, no bastando los simples rumores,
3. que afectase a la situación de uno o más emisores de valores mobiliarios cotizados en bolsa, o a uno o varios valores y,
4. que fuese susceptible de influenciar de forma sensible la cotización del valor o de los valores en cuestión.

Por su parte, en el ámbito subjetivo la Propuesta de Directiva adoptaba un concepto amplio de iniciados, abandonando de esta forma toda referencia a categorías concretas, v. gr., administradores, directores, accionistas con participaciones significativas o profesionales vinculados a la sociedad, ya que una lista taxativa parecía limitar el ámbito de aplicación de la prohibición. De esta forma, pues, la Propuesta calificaba como iniciados:

⁷⁰ *Vid.* Propuesta de Directiva del Consejo sobre coordinación de las normas relativas a las operaciones de iniciados, presentada por la Comisión al Consejo el 25 de mayo de 1987 (Cfr. DOCE No. C 153/8, de 11 de junio de 1987, 8 ss).

⁷¹ DE CARLOS BELTRÁN, Noticias CEE (34), 1987, 77; SÁNCHEZ GUILARTE, RDBB (27), 1987, 669; TAPIA HERMIDA/SÁNCHEZ GUILARTE, Noticias CEE (40), 1988, 115.

⁷² XIMENES NORES, LL, 1987, 2845.

- a las personas que en el ejercicio de su profesión o de sus funciones hubieran tenido acceso a una información privilegiada y,
- a las personas que, con conocimiento de causa, hubieran obtenido una información privilegiada de otra que la conociera por razón de su profesión o del ejercicio de sus funciones.

A la primera categoría pertenecen los iniciados primarios o de primer grado y, a la segunda, los iniciados secundarios o de segundo grado (*outsiders*). La Propuesta no abarcaba, por tanto, a los denominados “iniciados de tercer grado”, que son aquellos que obtienen la información privilegiada de los iniciados secundarios, lo cual suponía ya una limitación importante para la aplicación de las prohibiciones⁷³.

En cuanto a las conductas prohibidas, la Propuesta de Directiva recogía 3 modalidades, a saber: a) comprar o vender, directamente o por persona interpuesta, valores mobiliarios cotizados en Bolsa, utilizando información privilegiada; b) comunicar a terceros la información privilegiada a la que han tenido acceso, salvo que dicha comunicación se produzca en el ejercicio normal de su profesión o en el desempeño de sus funciones y; c) recomendar a un tercero, sobre la base de la información privilegiada, comprar o vender valores mobiliarios admitidos a cotización en Bolsa. Esta previsión de conductas prohibidas fue retomada en las posteriores regulaciones del *insider trading*, aunque – como veremos– el art. 285 CP ha limitado a tan sólo dos conductas el ámbito de aplicación: el uso y el suministro de información privilegiada.

Es preciso mencionar, que la Propuesta de Directiva no establecía un régimen específico de sanciones, sino que simplemente se limitaba a dejar que los Estados miembros decidieran qué tipo de sanciones debían aplicar. Por último, al igual que otras Directivas, la Propuesta ahora analizada regulaba en su art. 7 la obligación de los emisores de valores cotizados en Bolsa de poner en conocimiento del público, lo antes posible, toda información susceptible de afectar a la cotización de las acciones, pues de esta forma se intentaba prevenir las operaciones con información privilegiada.

⁷³ Así, DE CARLOS BELTRÁN, Noticias CEE (34), 1987, 80; TAPIA HERMIDA/SÁNCHEZ GUILARTE, Noticias CEE (40), 1988, 117.

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

La propuesta de Directiva a la que antes hemos aludido, desembocó finalmente –luego de todo un proceso de consulta⁷⁴– en la aprobación de la Directiva 89/592/CEE (1989)⁷⁵. Este fue el primer instrumento comunitario que reguló de forma específica la prohibición de las operaciones con información privilegiada, que estuvo vigente por más de una década y que sirvió de guía para la que los Estados miembros adoptaran medidas “suficientemente” disuasivas para evitar las prácticas de iniciados. En tal contexto, el Estado español aprobó la LMV (1988), en la que –por primera vez– se sancionaba de forma inequívoca el *insider trading*.

En cuanto a las operaciones de iniciados, la Directiva establece en su parte considerativa que las operaciones con información privilegiada, debido a que suponen ventajas para ciertos inversores, pueden menoscabar la confianza de otros inversores en el correcto funcionamiento del mercado y entorpecer así el buen funcionamiento del mismo⁷⁶. En cuanto al concepto de información privilegiada se retoman las mismas características que la propuesta de Directiva, esto es, información que no se ha hecho pública, de carácter preciso, referida a uno o varios emisores de valores negociables o uno o varios valores negociables y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable en la cotización de ese o de esos valores⁷⁷.

En cuanto a las conductas proscritas y el círculo de sujetos de la prohibición, la Directiva establecía que cada Estado miembro debía prohibir a quienes tuvieran información privilegiada en virtud de su condición de miembro de los órganos de administración, de dirección o de control del emisor; por su participación en el capital del emisor; o por tener acceso a dicha información debido al ejercicio de su trabajo, profesión o de sus funciones, la adquisición o cesión por cuenta propia o ajena, ya fuese directa o

⁷⁴ Cfr. el Dictamen sobre la propuesta de Directiva del Consejo sobre coordinación de las normas relativas a las operaciones de iniciados (88/ C 35/ 10, DOCE No. C 35/22, de 8 de febrero de 1988).

⁷⁵ DOCE, L 334/30, de 18 de noviembre de 1989.

⁷⁶ Cfr. Considerandos 4, 5 y 6.

⁷⁷ Cfr. art. 1.

indirectamente, los valores del emisor o de los emisores afectados por dicha información privilegiada explotándola con conocimiento de causa⁷⁸. Así mismo, se prohibía revelar la información privilegiada a un tercero, salvo en el ejercicio normal de su trabajo y, recomendar a un tercero que adquiriera o ceda o que haga que otro adquiriera o ceda, basándose en dicha información privilegiada, valores admitidos a negociación en sus mercados⁷⁹.

De esta forma, pues, la Directiva 89/592/CEE se erigía como el instrumento “modelo” para la regulación del *insider trading*, pero también suponía de forma inequívoca que la voluntad del legislador europeo era precisamente la de proteger la confianza del inversor en el correcto funcionamiento de las distintas plazas bursátiles de los Estados miembros.

5.3) 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)

La más reciente normativa comunitaria reguladora de las operaciones de iniciados está constituida por la Directiva 2003/6/CE (2003)⁸⁰, en virtud de la cual se deroga expresamente la Directiva 89/592/CE (art. 20)⁸¹. En su parte considerativa, la Directiva establece que el abuso de mercado se presenta en dos supuestos: las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado. Al respecto, prescribe que el objetivo de la legislación contra el *insider trading* es el mismo que la legislación contra la manipulación del mercado, esto es, garantizar la integridad de los mercados financieros comunitarios y aumentar la confianza de los inversores en los mismos. Desde esta perspectiva, pues, se dispone que es aconsejable adoptar unas normas

⁷⁸ Cfr. art. 2.1.

⁷⁹ Cfr. art. 3.

⁸⁰ DOCE, L 96/16, de 12 de abril de 2003.

⁸¹ Según el Considerando 13, la derogación de la Directiva 89/592/CE se debe a los cambios sobrevenidos en los mercados financieros y en la legislación comunitaria desde la aprobación de dicha Directiva en el año 1989. En tal sentido, se establece que tal Directiva debe reemplazarse para asegurar la coherencia con la legislación contra la manipulación del mercado, pero también es preciso adoptar otra Directiva para evitar la existencia de en la legislación comunitaria de lagunas que puedan utilizarse para realizar conductas ilícitas, y que socavarían la confianza pública, perjudicando así el buen funcionamiento de los mercados.

combinadas para combatir tanto las operaciones con información privilegiada como la manipulación del mercado⁸².

Del mismo modo que las anteriores disposiciones comunitarias, la Directiva 2003/6/CE adopta algunos conceptos normativos que inciden en el ámbito de la prohibición del *insider trading*, v. gr., el concepto de información privilegiada; sin embargo, prevé otras cuestiones no recogidas en los textos anteriores, como por ejemplo, las prácticas del denominado *front running* o el tratamiento de la información generada en los casos de *Due Diligence*. Así pues, la información privilegiada se define como toda información de carácter concreto que no se haya hecho pública, que se refiere directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros, y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de instrumentos financieros derivados relacionados con ellos⁸³.

Por otro lado, la Directiva delimita el círculo de sujetos a quienes afecta la prohibición, esto es, a quienes obtengan información privilegiada en su carácter de miembros de los órganos de administración, gestión o control del emisor; por su participación en el capital del emisor; por tener acceso a dicha información en el ejercicio de su trabajo; de su profesión o de sus funciones; o debido a sus actividades delictivas⁸⁴. Y, además, entre las conductas prohibidas se recogen la utilización de información privilegiada para la adquisición, cesión o el intento de adquisición o cesión, por cuenta propia o de terceros, de instrumentos financieros a que se refiera dicha información⁸⁵; la revelación de información privilegiada a cualquier persona, a menos que se haga en el ejercicio normal de su trabajo y; recomendar a otra persona que adquiera o ceda, o inducirle a

⁸² Cfr. Considerando 12.

⁸³ Cfr. art. 1.

⁸⁴ MONROY ANTÓN, RDBB (98), 2005, 45; Derecho & Empresa, 2005, 12, valora positivamente la introducción de esta cláusula en la Directiva 2003/6/CE, ya que a su juicio las anteriores disposiciones europeas olvidaban que la información privilegiada podía obtenerse mediante la ejecución de conductas delictivas, v. gr., el robo o la compra de la información privilegiada sobornando a otro que trabaja para la empresa afectada y que no podría ser castigado si la prohibición sólo se limitara a castigar a quienes obtuviesen la información mediante el ejercicio de su trabajo o profesión.

⁸⁵ Cfr. art. 2.

ello, basándose en información privilegiada, instrumentos financieros a que se refiere dicha información⁸⁶.

Son evidentes, pues, las diferencias de esta Directiva respecto de las anteriores disposiciones europeas en materia de *insider trading*, pero además, mientras que la Directiva 89/592 no establecía sanciones concretas, sino que se limitaba a reconocer la facultad de los Estados miembros para imponer simplemente sanciones, la Directiva 2003/6/CE establece expresamente que sin perjuicio del derecho a imponer **sanciones penales**, los Estados miembros garantizarán, de conformidad con su derecho nacional, que se tomen las medidas administrativas apropiadas, o que se impongan sanciones administrativas contra los sujetos responsables cuando no se hayan cumplido las disposiciones adoptadas con arreglo a la Directiva⁸⁷.

5.4) La Directiva 2003/124/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la definición de y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación de mercado

En esta Directiva se recogen los elementos esenciales de la información privilegiada: la naturaleza precisa de dicha información y el significado de su efecto potencial sobre los precios de los instrumentos financieros. Así pues, la información debe caracterizarse fundamentalmente por ser **precisa**, lo que dependerá de si se indican determinadas circunstancias que pueden darse razonablemente o hechos que también pueden esperarse que se produzcan y, finalmente, de si la información es específica a los efectos de suponer que producirá un efecto sobre los precios. Así mismo, se establecen los criterios para la correcta difusión de la información, de forma tal que se garantice la igualdad del acceso del público y se eviten las operaciones con información privilegiada. En tal sentido, la difusión debe ser oportuna, rápida y sincronizada entre todas las categorías de inversores en todos los Estados miembros donde el emisor haya solicitado admisión a cotización.

⁸⁶ Cfr. art. 3.

⁸⁷ Cfr. art. 14.

Por otro lado, se prescribe que los Estados miembros deben asegurarse de que los emisores no combinen la difusión de información privilegiada al público con actividades de comercialización o marketing, de manera que resulte engañosa la primera. Se admite la posibilidad de que el emisor no difunda la información privilegiada cuando concurren una serie de supuestos, v. gr., cuando existan negociaciones en curso que puedan verse afectadas por la revelación de la información, especialmente si afectan la viabilidad financiera de la empresa, o las decisiones que estén pendientes de aprobación por un órgano del emisor. En estos casos, los emisores deben salvaguardar la información, denegando su acceso a quien no deba tenerlo y resaltando las obligaciones de confidencialidad de quien tenga acceso a la misma⁸⁸.

Pese a que, como hemos visto, el legislador comunitario se refirió –en la Directiva 2003/6/CE– a la posibilidad de imponer sanciones penales y/o administrativas, el legislador español ya había adoptado medidas administrativas contra las operaciones de iniciados a través de la aprobación de la LMV y años más tarde, con la aprobación del CP/1995, decidió adoptar medidas represivas de carácter penal a través de la prohibición del *insider trading* contemplada en el art. 285 CP. Veamos, entonces, cuál fue el proceso evolutivo de la regulación legal de las operaciones con información privilegiada en la legislación española.

6. Antecedentes legislativos del *insider trading* en la legislación española

Como hemos anticipado, mediante la aprobación de la LMV el legislador español prohibió por primera vez las operaciones con información privilegiada; sin embargo, un amplio sector doctrinal sostiene que con anterioridad a esta normativa podían encontrarse ya algunos instrumentos legales por medio de los cuales se pretendía evitar las prácticas de iniciados⁸⁹ ⁹⁰. En tal sentido, se alude al RD 1848/1980, de 5 de

⁸⁸ Cfr. GARCÍA SANTOS, *La regulación del abuso de mercado*, 2005, 183.

⁸⁹ En este sentido, ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, *La oferta pública de adquisición*, 1980, 435 ss; DE GISPERT PASTOR, *RDBB* (5), 1982, 57 n. 65; DEFARGES, 1987, 13; DE CARLOS BELTRÁN, *Noticias CEE* (34), 1987, 78; GONZÁLEZ CUSSAC, *CPC* (37), 1989, 136; LÓPEZ CABALLERO, *¿Qué es el insider trading?*, 1991, 304; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, *ADPCP*, 1993, 1048; LÓPEZ PEREGRÍN, *APen*, 1997, 431; HERNÁNDEZ SAINZ, *APen* (9), 1997, 180; CREMADES, LL, 1988, 908; CALDERÓN SUSÍN, *CuadDJ*, 1996, 222; MINGUELL ELEIZALDE, *La información privilegiada*,

septiembre, sobre Ofertas Públicas de Adquisición (OPA)⁹¹, que en su art. 12 obligaba a las personas que tuvieran conocimiento de la preparación de una OPA, a guardar **secreto** hasta que fuera publicada, así como a **abstenerse** de hacer operación alguna en condiciones diferentes a la de la propia OPA.

Posteriormente, fue aprobado el RD 279/1984, de 25 de enero, que establecía una nueva regulación para las OPA's⁹², derogando así el Decreto de 1980; no obstante, el art. 12 al que hemos aludido permaneció intacto, si bien se le añadió un párrafo en el que se encomendaba a la inspección financiera del Ministerio de Economía y Hacienda el velar por el cumplimiento de lo dispuesto en dicho precepto. Es importante tener en cuenta, que –por un lado– esta disposición era aplicable exclusivamente al ámbito de las OPA's y –por otro– que no establecía ninguna sanción civil, administrativa, ni penal frente a su eventual incumplimiento.

6.1) *Las operaciones de iniciados en la LMV*

Como es sabido, en el Derecho administrativo sancionador tiene plena vigencia, al igual que en el ámbito penal, el principio de legalidad de las infracciones y sanciones, el cual ha sido elevado a la categoría de derecho fundamental (art. 25. 1 CE). Pues bien, a partir de este reconocimiento el TC ha ido extendiendo al ámbito sancionador administrativo el amplio catálogo de garantías (sustantivas) que la doctrina penal ha articulado en torno al mencionado principio, aunque matizándolas y a veces incluso flexibilizándolas debido, fundamentalmente, a la menor gravedad de las infracciones administrativas que no

1999, 3976; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 515; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 117; RODRÍGUEZ MOURULLO, Anales, 2007, 598.

⁹⁰ XIMENES NORES, LL, 1987, 2844, entiende que las operaciones de iniciados podían ser abarcadas por el contenido de los arts. 7 y 1902 CC; en parecidos términos, OLIVER ALFONSO, AF (35), 1990, 2179, sostiene que -antes de la LMV (1988)- la regulación del *insider trading* en España era inexistente, a excepción de la escasa normativa de las OPAS (Reglamento de OPA de 1984), algunas disposiciones del CP/1973 (arts. 498, 499 y 450) y del Código civil (arts. 7 y 1902); VARELA VARAS, AMF (3), 1992, 11, sugería que la acciones de indemnización por *insider trading* podrían ejercitarse por la vía del art. 1902 CC.

⁹¹ BOE núm. 226, de 19 de septiembre de 1980.

⁹² BOE núm. 40, de 16 de febrero de 1984.

pueden suponer, en ningún caso, penas privativas de libertad⁹³. En efecto, el principio de legalidad que en el ámbito penal se concreta en la triple exigencia de ley previa, escrita y estricta, en el derecho administrativo sancionador, en cambio, el TC lo ha limitado a dos garantías: formales y materiales, con el propósito de poner en evidencia las analogías y diferencias del principio de legalidad en los ámbitos administrativo sancionador y penal⁹⁴. En este sentido, la analogía se presenta en cuanto a la garantía material o de predeterminación normativa de las infracciones y sanciones que tiene un carácter absoluto, mientras que la diferencia radica en cuanto a la garantía formal o reserva de ley, menos estricta (o relativa) en el ámbito administrativo sancionador que en el penal⁹⁵.

De esta forma, pues, el común denominador del principio de legalidad en la esfera penal y administrativa está constituido por el mandato de determinación o taxatividad de las infracciones y sanciones, lo cual tiene como fundamento el principio de seguridad jurídica, muy característico del Derecho sancionador⁹⁶. Por su parte, el principio de reserva de ley no parece, en principio, tener las mismas exigencias en los órdenes administrativos y penal, y esto a pesar de que el TC ha admitido que del art. 25 .1 CE se desprende una reserva de ley que abarca incluso al ámbito administrativo sancionador. Al respecto, un sector de la doctrina considera que la exigencia de reserva de ley en el ámbito administrativo es dudosa debido a la utilización del término “legislación” y que los antecedentes parlamentarios avalarían, en todo caso, una opinión contraria, si se tuviera en cuenta el uso sucesivo de las expresiones “ordenamiento jurídico”, “ley” y, finalmente, “legislación”. Al parecer –como señala VALENCIA– el TC entendió que la solución al problema consistía en distinguir entre relaciones de sujeción general y especial, admitiendo la reserva de ley en el primer caso (precisamente por su proximidad con la esfera penal) y no en el segundo, como se desprende de la STC 42/1987, de 7 de abril. En cualquier caso, el TC sí que ha determinado con suficiente claridad las

⁹³ Cfr. al respecto, VALENCIA MARTÍN, en: Casas Baamonte/Rodríguez Piñero/Bravo-Ferrer (dirs.), Comentarios, 2008, 748.

⁹⁴ STC 42/1987, de 7 de abril.

⁹⁵ VALENCIA MARTÍN, en: Casas Baamonte/Rodríguez Piñero/Bravo-Ferrer (dirs.), Comentarios, 2008, 749.

⁹⁶ En este sentido, la STC 194/2000, de 19 de julio; por su parte, la STC 42/1987, de 7 de abril, califica al principio de legalidad como “de alcance absoluto, tanto por lo que se refiere al ámbito estrictamente penal como al de las sanciones administrativas”.

diferencias del principio de reserva de ley en el ámbito penal y administrativo, de manera que la tipificación de las infracciones administrativas y sus respectivas sanciones se realiza a través de una reserva de ley ordinaria (no orgánica), relativa (no absoluta, lo que significa que admite la colaboración reglamentaria) y autónoma⁹⁷.

Pues bien, en el sentido antes expuesto, la LMV establece un tipo administrativo sancionador que proscribire el tráfico de información privilegiada en el mercado de valores (art. 81. 2 LMV). La labor exegética de esta norma administrativa requiere, al igual que la interpretación del tipo penal del art. 285 CP, de un análisis detallado de cada uno de los elementos que componen esta particular categoría jurídica; sin embargo, en este apartado solamente haremos una breve referencia a los principales elementos configuradores del *insider trading* en el ámbito administrativo. Así pues, el análisis debe partir del objeto material, esto es, la “información privilegiada” como elemento esencial del tipo administrativo y penal; no obstante, para la determinación del alcance y demás problemas de interpretación que plantea este concepto nos remitimos a lo expuesto en el análisis del tipo objetivo del art. 285 CP, más concretamente al estudio del objeto material del *insider dealing*.

Con relación a las conductas incriminadas en el ámbito administrativo, es evidente su gran amplitud respecto de las modalidades típicas establecidas en el CP. En efecto, la LMV proscribire la ejecución, por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente, de algunas de las siguientes conductas, a saber: a) preparar o realizar cualquier tipo de operación sobre valores negociables o instrumentos financieros a los que la información privilegiada se refiera, b) comunicar la información privilegiada a terceros, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o cargo y, c) recomendar a un tercero que adquiera o ceda valores negociables o instrumentos financieros o que haga que otro los adquiera o ceda basándose en dicha información. Sin embargo, la norma administrativa establece algunas excepciones a esta prohibición, por ejemplo cuando la ejecución de la operación se deriva del cumplimiento de una obligación, ya vencida, de adquirir o ceder valores negociables o instrumentos financieros.

⁹⁷ VALENCIA MARTÍN, en: Casas Baamonte/Rodríguez Piñero/Bravo-Ferrer (dirs.), Comentarios, 2008, 750, 751.

La amplitud de conductas incriminadas ha llevado a algún autor a advertir el peligro de “suprainclusión” de operaciones⁹⁸. Así pues, en concordancia con lo establecido en la Directiva sobre abuso de mercado (art. 2.1), la descripción de las conductas prohibidas abarca los **intentos** de realizar operaciones con información privilegiada, por lo que la valoración de estos casos se equipara a la de aquellos en los que el sujeto ha efectuado operaciones con conocimiento de la información o simplemente se ha limitado a comunicarla a terceros⁹⁹. Así mismo, la LMV prohíbe a quienes poseen información privilegiada, recomendar a terceros la realización de operaciones sobre títulos a los que la información se refiera, aunque bien es cierto que el receptor del consejo también podría incurrir en responsabilidad por *insider trading* cuando conoce el carácter privilegiado de la información. Aunque autores como *ENTRENA RUIZ* han advertido la confusión que podría generarse entre la recomendación y las otras conductas (comunicar y realizar operaciones con información privilegiada), lo cierto es que no creemos que tal posibilidad pueda presentarse, ya que quien recomienda no transmite en ningún caso la información privilegiada, por lo que en caso contrario, estaríamos ya frente a la conducta típica del suministro.

Por otro lado, la LMV no condiciona –al menos no expresamente– la aplicación del tipo administrativo a la obtención de un beneficio económico o a la causación de un perjuicio, como sí parece exigirse en el art. 285 CP; sin embargo, la obtención de beneficios sí parece constituir un criterio para modular la gravedad de la infracción, en muy grave (art. 99 literal o) o grave (art. 100 literal x), aunque ciertamente la distinción entre una y otra no delimita con suficiente claridad por lo que a la obtención de beneficios respecta. Esta cuestión no es baladí si se tiene en cuenta que en el ámbito administrativo sancionador rige así mismo el principio de proporcionalidad al que alude el 131 LRJAP-PAC. La interpretación de los arts. 102 y 103 LMV parece avalar la idea de que el tipo administrativo sancionador no exige la obtención de beneficios, aunque sí toma en consideración los posibles beneficios obtenidos para la tasación de la multa.

⁹⁸ En este sentido, *ENTRENA CUESTA*, El empleo de información privilegiada, 2006, 186.

⁹⁹ Sobre la infracción al principio de proporcionalidad que esta equiparación supone, *vid.*, *ENTRENA CUESTA*, El empleo de información privilegiada, 2006, 188.

Finalmente, para la delimitación del círculo de sujetos activos de la prohibición administrativa nos remitimos al análisis que, sobre este aspecto, hemos realizado en la parte objetiva del tipo penal del art. 285 CP.

6.2) El RD 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado

Por medio del RD 1333/2005, de 11 de noviembre¹⁰⁰ se pretende completar la trasposición al ordenamiento jurídico español de la nueva normativa comunitaria en materia de abuso de mercado, esto es, la Directiva 2003/6/CE sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación de mercado (abuso de mercado) y la Directiva 2003/124/CE sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada. El RD 1333/2005 se compone de 16 artículos, ordenados en cuatro capítulos. El primer capítulo concreta el concepto de información privilegiada y de manipulación de cotizaciones. El capítulo segundo regula las obligaciones de los emisores en materia de información relevante y detalla los medios y plazos para su comunicación al organismo supervisor, la posibilidad de retrasar su comunicación bajo determinadas circunstancias y la obligación de que el emisor cree registros de todas las personas que tengan acceso a dicha información. Las obligaciones de comunicación al supervisor por parte de los administradores y directivos del emisor en relación a las operaciones que efectúen sobre acciones y otros instrumentos financieros del emisor está reguladas en el capítulo III. Por último, el capítulo IV establece las condiciones que han de cumplirse para la elaboración y presentación de recomendaciones de inversión y para, en su caso, desvelar los conflictos de intereses que pueden afectar a quien elabore tal recomendación.

De esta forma, pues, el RD 1333/2005, de 11 de noviembre se presenta como un instrumento esencial dentro de la labor exegética de las disposiciones penales y administrativas en materia de *insider trading*, ya que el concepto de información privilegiada es la clave o el núcleo duro sobre el que versan las operaciones de iniciados.

¹⁰⁰ BOE núm. 280, de 23 de noviembre de 2005.

6.3) Antecedentes jurídico-penales del insider trading

En cuanto a la regulación jurídico-penal del delito de iniciados, un importante sector de la doctrina española sostiene que el *insider trading* estaba abarcado ya por el art. 368 de la LO 9/1991, de 22 de marzo¹⁰¹ (hoy art. 442 CP), que recogía los casos de uso de información privilegiada en el ámbito de la función pública¹⁰²; sin embargo, otro sector niega que las operaciones de iniciados pudieran ser castigadas por esta vía¹⁰³. Sobre esta cuestión –que será abordada más detenidamente en el capítulo relativo al concurso de delitos– basta decir por ahora que, en atención a los bienes jurídicos protegidos en el uso de información privilegiada por funcionario o autoridad y en el *insider dealing*, no parece que las prácticas de iniciados pudieran subsumirse en su totalidad en el delito especial de funcionario. Como veremos, en materia concursal la doctrina sostiene que, cuando la utilización de información privilegiada es realizada por un funcionario público o autoridad, entre ambos tipos penales existirá un concurso aparente de normas que deberá resolverse con arreglo a la ley especial¹⁰⁴; por el contrario, hay quienes defienden que en estos casos deberá apreciarse un concurso ideal de delitos¹⁰⁵.

Pues bien, siguiendo con el proceso evolutivo del *insider trading* en el ámbito penal, el primer intento claro por regular expresamente esta figura delictiva fue en el art. 305.1 PCP/1992, Capítulo XV, dedicado a los delitos societarios, aunque bien es cierto que la naturaleza societaria de este delito era más acentuada en el art. 298 del Anteproyecto del mismo año. En efecto, el art. 298.1 aludía a “los administradores, de hecho o de derecho,

¹⁰¹ BOE núm. 74, de 27 de marzo de 1991.

¹⁰² Así, entre otros, MORILLAS CUEVA/PORTILLA CONTRERAS, Comentarios, 1994, 217, 218; ARROYO ZAPATERO, El abuso de información privilegiada, 1994, 69; LÓPEZ PEREGRÍN, APen, 1993, 433; MARTÍNEZ FLÓREZ, EJB, 1995, 3557; MINGUELL ELEIZALDE, LL, 1999, 3993; MUÑOZ CONDE, Uso indebido de información privilegiada, 1991, 25 ss; ESTEVAN DE QUESADA, RGD, 1995, 13469; RODRÍGUEZ MOURULLO, Anales, 2007, 598.

¹⁰³ En este sentido, PAZ RUBIO, CuadDJ, 1993, 188, niega expresamente que el anterior art. 368 CP 1944/73 fuera aplicable a las operaciones con información privilegiada bursátil; FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 74, señala que el art. 368 CP 1944/73 cubría sólo parcialmente algunos supuestos de *insider trading* que eran impunes hasta la introducción de esta norma por LO 9/1991.

¹⁰⁴ A favor del concurso aparente de normas con prevalencia del art. 442 CP (antes 368), BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 381; CASTRO MORENO/OTERO GONZÁLEZ, El abuso de información privilegiada, 2007, 134, 136, 140.

¹⁰⁵ Así, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE, 2002, 125; DP PE, 2004, 586; DPE PE, 2005, 307; DP PE, 2008, 490.

de una sociedad mercantil”, incluidos bancos y agencias de valores, mientras que el art. 305.1 de societario no tenía “más que, parcialmente, el objeto del mismo: los títulos valores representativos de capital de sociedades” y, además, el círculo de sujetos de la prohibición era indiferenciado. Así mismo, la separación del delito de iniciados respecto de los delitos societarios se ponía de manifiesto al comprobar que la condición de procedibilidad recogida en el art. 304, esto es, la exigencia de querrela de los perjudicados o del Ministerio Fiscal, no afectada a las operaciones con información privilegiada, razón por la cual se defendía que la inclusión del *insider trading* dentro del capítulo relativo a los delitos bursátiles no tenía justificación alguna¹⁰⁶.

Posteriormente, se formuló el PCP/1994 en el que el delito de iniciados desaparece de del Capítulo XIV, relativo a los delitos societarios, pero no se incluyó en un capítulo destinado a los delitos bursátiles, sino que se anexó como coletilla al final del Capítulo XI, “De los delitos relativos a la propiedad industrial, al mercado y a los consumidores, por lo que –a juicio de FARALDO– se convertía en un auténtico “cajón de sastre”, en el que tenían cabida conductas muy dispares entre sí aunque con ciertos elementos comunes.

Finalmente, el legislador español incriminó penalmente las operaciones de iniciados en los arts. 285 y 286 del CP/1995, el primero recogía el tipo básico y el segundo establecía un subtipo agravado; no obstante, con la reforma al CP operada por LO 15/2003, de 25 de noviembre¹⁰⁷, tanto el tipo básico como el subtipo agravado se fusionaron en el art. 285.1 y 285.2 respectivamente. La estructura del tipo no fue alterada, salvo en la cuantía del beneficio-perjuicio que de 75, 000,000 de pesetas pasó a los 600.000 euros. De esta forma, pues, el tipo se describe de la siguiente manera:

Art. 285. “1. Quien de forma directa o por persona interpuesta usare de alguna información relevante para la cotización de cualquier clase de valores o instrumentos negociados en algún mercado organizado, oficial o reconocido, a la que haya tenido acceso reservado con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial, o la suministrare obteniendo para sí o para un tercero

¹⁰⁶ Cfr. al respecto, LÓPEZ PEREGRÍN, APen, 1993, 435; FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 77; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 227; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 182.

¹⁰⁷ BOE núm. 283, de 26 de noviembre.

un beneficio económico superior a 600.000 euros o causando un perjuicio de idéntica cantidad, será castigado con la 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.

2. Se aplicará la pena de prisión de cuatro a seis años, la 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, cuando en las conductas descritas en el apartado anterior concorra alguna de las siguientes circunstancias:

1. Que los sujetos se dediquen de forma habitual a tales prácticas abusivas.
2. Que el beneficio obtenido sea de notoria importancia.
3. Que se cause grave daño a los intereses generales”.

Una vez expuesta las anteriores consideraciones generales sobre el delito de iniciados, procederemos a realizar el análisis sistemático de esta categoría delictiva, a los efectos de plantear y resolver los múltiples problemas de aplicación que suscita su compleja estructura típica. En este sentido, habrá que resolver –en primer lugar– la cuestión relativa al bien jurídico protegido en las operaciones de iniciados, labor ésta nada fácil si tenemos en cuenta la profusa variedad de criterios invocados por la doctrina (jurídico-penal, administrativa, mercantil y económica). Así mismo, deben resolverse otras cuestiones que afectan directamente a los elementos objetivos del delito de uso de información privilegiada bursátil, a saber: la delimitación del círculo de sujetos activos de la prohibición, las características de la información privilegiada, la compatibilidad de la omisión impropia con las modalidades típicas de uso o suministro de información, la naturaleza jurídica del límite cuantitativo de los 600.000 euros, la determinación del momento consumativo, los problemas de aplicación práctica de la tentativa, la compatibilidad del dolo eventual con la descripción típica o el tratamiento del error sobre los elementos normativos contenidos en el art. 285 CP y, finalmente, la problemática que encierra la duplicidad sancionadora en el ámbito bursátil. Procederemos, pues, a analizar y valorar críticamente todas estas cuestiones.

CAPÍTULO II

EL BIEN JURÍDICO PROTEGIDO EN EL ART. 285 CP

Sección primera

Breves notas sobre el bien jurídico en el Derecho penal clásico y en el Derecho penal económico

I. Planteamiento de la cuestión

Para delimitar con precisión el bien jurídico protegido en el delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, se tiene que prescindir de consideraciones éticas y morales en el mundo de los negocios, ya que la labor de interpretación del objeto de tutela debe regirse por especiales consideraciones dogmáticas y político-criminales que determinan qué es lo que se protege o debe ser protegido en la ley penal¹. Así, pues, hay que buscar un contenido de ofensividad en las operaciones de iniciados².

Lo anterior es consecuente con el principio de que el Derecho penal está legitimado para sancionar sólo las conductas socialmente dañosas, alejándose así de principios morales

¹ En este sentido, LUZÓN PEÑA, Curso, 1996, 326, hace alusión a la existencia –dentro del concepto de bien jurídico- de una doble perspectiva, “del deber ser y del ser”, esto es, de lo que debería ser protegido (perspectiva políticocriminal, de *lege ferenda*) y de lo que es realmente protegido por la norma (perspectiva de estudio dogmático del Derecho positivo, de *lege lata*). En el mismo sentido, MIR PUIG, DP PG, 2004, 166; LANDECHO VELASCO/MOLINA BLÁZQUEZ, DP PG, 2004, 253, se refieren a la existencia de dos conceptos de bien jurídico: el político-criminal y el dogmático.

² Así, VALLE MUÑIZ, en: Quintero Olivares (dir.)/Valle Muniz (coord.), Comentarios, 1996, 680; VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), Comentarios, 2004, 1420; GÓMEZ PAVÓN, ICADE, 1997, 257, 258; SEMINARA, Aspectos problemáticos, 1995, 525, 528, 542, considera que la sanción de la conducta del *insider* no es producto de la conversión de un precepto moral en un precepto penal, sino que se le ha conferido a la conducta incriminada connotaciones de lesividad y de desvalor para justificar su represión; SCHÜNEMANN (Entrevista concedida en el Institut für die gesamten Strafrechtswissenschaften, Rechtsphilosophie und Rechtsinformatik, con fecha de 5 de julio de 2007), me ha manifestado que las operaciones con información privilegiada tienen el contenido de lesividad necesario para su penalización, y que el mecanismo de la autorregulación (*Freiwillige Selbstkontrolle*) es una utopía, por lo que la intervención del Derecho penal es indispensable. En contra, KÜBLER, AG, 1977, 85, 87, alega que la prohibición del uso de información privilegiada obedece a valoraciones morales; QUERALT JIMÉNEZ, DPE PE, 1996, 473, sostiene que las operaciones con información privilegiada se castigan sin necesidad, no sólo cuando causan perjuicios, sino también cuando reportan beneficios, lo cual “añade un tinte moralizante, a cuya protección es ajeno el Derecho penal”, por lo que esta prohibición sucumbe frente a un moralismo economicista; DE LA CUESTA, Bolsa, 2007, 98, defiende la libertad de mercado y advierte que la regulación del mismo no es efectiva para evitar el uso de información privilegiada bursátil.

que no son suficientes para justificar el castigo de determinadas actuaciones³. En este sentido, pese a que la dimensión ética de la actividad económica no puede desvincularse del fenómeno de disfrute en bolsa de información privilegiada, esto no es determinante político-criminalmente para justificar *per se* la creación de un tipo penal. Ciertamente es que la utilización de información relevante es reprochable en el ámbito de la ética en los negocios, pero también trae consigo una lesión a intereses legítimos que traspasa la frontera de las reglas o principios éticos de la actividad empresarial⁴. Por esta razón, autores como BRUNNER y FORSTMOSER venían insistiendo hace algunos años en la persecución penal de las operaciones con información privilegiada, pues entendían que además de ser conductas éticamente reprochables, afectaban considerablemente los intereses de la empresa⁵, de los inversores y del mercado en general⁶.

Así pues, antes de adentrarnos en el estudio de las distintas teorías sobre el objeto de protección en el *insider trading*, haremos un breve repaso de la evolución conceptual del bien jurídico como categoría indispensable dentro del arsenal conceptual del Derecho penal tradicional, y, además, expondremos las particularidades de esta categoría dogmática en el Derecho penal económico. Con esto no pretendemos realizar aportaciones de especial importancia a la teoría del bien jurídico, sino más bien facilitar la comprensión de las distintas posiciones que se han manifestado en torno al objeto de protección en las operaciones con información privilegiada.

II. El bien jurídico protegido: consideraciones generales

1. Antecedentes históricos

Se atribuye a BIRNBAUM el haber acuñado el concepto de bien jurídico (Rechtsgut) en el Derecho penal de la primera mitad del siglo XIX (más concretamente en el año de

³ Vid. sobre el principio de ofensividad, LUZÓN PEÑA, Curso, 1996, 82, 326.

⁴ Sobre la relación entre la ética en los negocios y la represión penal del *insider trading*, cfr. SEMINARA, Aspectos problemáticos, 1995, 525- 527.

⁵ BRUNNER, SAG (48), 1976, 181.

⁶ FORSTMOSER, SAG (49), 1977, 14, 16; GRUNEWALD, ZBB (3), 1990, 133; KOHLMANN, Das Strafrecht, 1995, 458; ARROYO RODRÍGUEZ/VAQUERO LAFUENTE, ICADE, 2005, 227.

1834)⁷. Sin embargo, tal concepto no nació con el objeto de imponer un límite al *ius puniendi* del Estado, sino que –a juicio de MIR– fue introducido en el ámbito de los delitos contra la religión y las buenas costumbres, en clara oposición a los postulados liberales⁸. Así, pues, el bien jurídico no surge como límite de *lege ferenda*, sino como consecuencia del positivismo de *lege lata*, de manera que su función esencial se circunscribía al ámbito de la interpretación y de la ordenación sistemática⁹.

En efecto, la ciencia jurídico-penal de la Ilustración, inspirada en el Derecho natural y bajo el influjo del contrato social¹⁰, manifestó una intención limitadora del poder

⁷ Cfr. entre otros, MEZGER, DP PG, 1955, 155; JIMÉNEZ DE ASÚA, Tratado, 1963, 1005; AMELUNG, Rechtsgüterschutz, 1972, 15 ss; RUDOLPHI, Los diferentes aspectos, 1975, 329; MIR PUIG, Introducción, 1976, 128; JESCHECK, Tratado, 1981, 350; Tratado (Trad. Olmedo Cardenete), 2002, 274; OCTAVIO DE TOLEDO Y UBIETO, Sobre el concepto, 1981, 336; BUSTOS RAMÍREZ, Los bienes jurídicos colectivos, 1987, 185; ÁLVAREZ GARCÍA, Control social, 1987, 160; CPC, 1991, 5; Introducción, 1994, 24; HASSEMER/MUÑOZ CONDE, Introducción, 1989, 106; HORMAZÁBAL MALARÉE, Bien Jurídico, 1991, 9; MAURACH/ ZIPF, DP PG I, 1994, 334; RODRÍGUEZ DEVESA/SERRANO GÓMEZ, DP PG, 1995, 424; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 257, 1997; ROXIN, DP PG, 1997, 55; OLAIZOLA NOGALES, El delito de cohecho, 1999, 43; CUELLO CONTRERAS, PG, 2002, 50; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, DP PG II, 2002, 13; POLAINO NAVARRETE, en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 185; QUINTERO OLIVARES, Manual, 2002, 283; STRATENWERTH, DP PG, 2005, 55. En cambio ESER, ADPCP, 1996, 1030-1031, sostiene que el verdadero creador del concepto de bien jurídico fue BINDING.

⁸ MIR PUIG, Introducción, 1979, 129; en el mismo sentido, CUELLO CONTRERAS, PG, 2002, 48 ss; ESER, ADPCP, 1996, 1030. En contra, HORMAZÁBAL MALARÉE, Bien Jurídico, 1991, 26, 32, sostiene que la obra en la que BIRNBAUM introdujo su teoría del bien jurídico, estaba impregnada de un claro contenido liberal y, por tanto, restrictiva de *ius puniendi* del Estado de la Restauración. Asimismo, FERNÁNDEZ, Bien jurídico, 2004, 100, entiende que la teoría de BIRNBAUM es de corte liberal, y aunque se preocupa en particular por el castigo de los delitos contra la moral y contra la religión, también se dirigía –en el plano general– a poner una barrera al *ius puniendi* del príncipe; BERDUGO GÓMEZ DE LA TORRE, Ensayos, 1994, 92 ss, 99 ss, sostiene que BIRNBAUM pretendía sustituir el derecho subjetivo como elemento esencial del delito por un concepto más amplio que englobara la totalidad de las relaciones del individuo dentro de la sociedad, un concepto que, al mismo tiempo, funcionara como límite de la actividad legislativa; BUSTOS RAMÍREZ, Manual, 1994, 100 ss, admite que parece difícil el no admitir el carácter limitador de la concepción de BIRNBAUM, en cuanto que el contenido de esos bienes está más allá del Derecho y del Estado, es dado por la naturaleza y por el desarrollo social, luego *el derecho y el Estado sólo puede reconocerlos, no alterarlos, ni modificarlos, ni establecerlos* (cursiva en el texto original).

⁹ Cfr. MIR PUIG, Introducción, 1976, 129; GARCÍA- PABLOS DE MOLINA, Derecho Penal, 1995, 41; Introducción, 2006, 175; OLAIZOLA NOGALES, El delito de cohecho, 1999, 43; RUDOLPHI, Los diferentes aspectos, 1975, 329, señala que la teoría del bien jurídico se ubica, en primer lugar, en la teoría de la interpretación, en donde se erige como el criterio de una interpretación teleológica; MEZGER, Tratado, 1946, 388, expresa que el bien jurídico constituye “*el más importante medio de interpretación*” de los tipos; JESCHECK, Tratado, 1981, 351; Tratado, 2002, 275; admite que el bien jurídico constituye la base de la estructura e interpretación de los tipos, pero que este concepto no puede identificarse sin más con la *ratio legis*, sino que debe poseer un sentido social propio, previo a la norma penal.

¹⁰ HORMAZÁBAL MALARÉE, Bien Jurídico, 1991, 13, sugiere que la Declaración de los derechos del hombre y del ciudadano (1789), también influyó en la concepción del Derecho penal iluminista, ya que esta normativa limitaba las prohibiciones legales sólo a los actos “perjudiciales para la sociedad” (art. 5). En el mismo sentido, FERNÁNDEZ, Bien jurídico, 2004, 12-13.

punitivo del Estado, al exigir –como presupuesto para su ejercicio– la “dañosidad social” del delito. No se empleaba, pues, en la ideología de la Ilustración, el concepto de bien jurídico, sino que el delito se concebía como ataque o lesión a derechos subjetivos¹¹.

Siguiendo esta orientación, *FEUERBACH* adoptó –a inicios del siglo XIX¹²– una teoría *iusprivatista*, conocida como “teoría de los derechos subjetivos” (*Rechtsgutsverletzungstheorie*), en virtud de la cual se propuso demostrar que en todo precepto penal subyace un derecho subjetivo del particular o del Estado como objeto de protección¹³. Este autor logra delimitar con nitidez entre la potestad penal y la potestad policial del Estado, cuestión que no había sido resuelta por los Iluministas. En este sentido, sostenía que quien se excede del ejercicio de su libertad jurídica lesiona un derecho y consecuentemente actúa en contra del fin del Estado. Así mismo, consideraba delictiva la conducta que afectara un derecho del Estado como persona jurídica. Por el contrario, cuando se está frente a conductas que no afectan derechos, el Estado sólo puede prohibirlas cuando perturben, de forma mediata, sus fines. En resumen, quien vulnera el derecho de obediencia del Estado, realiza una infracción de policía y se hace acreedor de una pena de carácter policial, así pues, mientras a la policía le corresponde evitar la puesta en peligro de un derecho, al Derecho penal le importa evitar su efectiva lesión¹⁴.

¹¹ En este sentido, RUDOLPHI, *Los diferentes aspectos*, 1975, 333; MIR PUIG, *Introducción*, 1976, 128; JESCHECK, *Tratado*, 1981, 350; *Tratado*, 2002, 274; OCTAVIO DE TOLEDO Y UBIETO, *Sobre el concepto*, 1981, 336; HORMAZÁBAL MALARÉE, *Bien Jurídico*, 1991, 13; RODRÍGUEZ DEVESA/SERRANO GÓMEZ, *DP PG*, 1995, 424; ROXIN, *DP PG*, 1997, 55; POLAINO NAVARRETE, en: Luzón Peña (dir.), *EPB*, 2002, 185; QUINTERO OLIVARES, *Manual*, 2002, 283; FERNÁNDEZ, *Bien jurídico*, 2004, 11 ss.

¹² Según POLAINO NAVARRETE, en: Luzón Peña (dir.), *EPB*, 2002, 185, la formulación *iusprivatista* de *FEUERBACH* data de 1801. Así, también, FERNÁNDEZ, *Bien jurídico*, 2004, 11; en cambio, HORMAZÁBAL MALARÉE, *Bien Jurídico*, 1991, 13, remonta la teoría de los derechos subjetivos al año de 1832.

¹³ Así, JESCHECK, *Tratado*, 1981, 350; *Tratado*, 2002, 274; CUELLO CONTRERAS, *PG*, 2002, 50; ESER, *ADPCP*, 1996, 1028 ss; POLAINO NAVARRETE; *DP PG*, 1996, 273; *EPB*, 2002, 185, sostiene que dentro de esos derechos subjetivos, se incluía todo derecho privado o individual; JIMÉNEZ DE ASÚA, *Tratado*, 1963, 103, 1005, manifestaba que las concepciones individualistas del liberalismo del siglo XIX, defendidas primeramente por *KLEINSCHROD*, *FEUERBACH* y, posteriormente, por *LOENING*, concebían el delito como un ataque a los derechos subjetivos, que eran previos al contrato social, por considerarse “naturales”, o que se fundamentaban en él, al crear derechos para el Estado y el particular. En el mismo sentido, MAURACH/ZIPF, *DP PG* 1, 1994, 333; FERNÁNDEZ, *Bien jurídico*, 2004, 12; HASSEMER/MUÑOZ CONDE, *Introducción*, 1989, 106.

¹⁴ Cfr. HORMAZÁBAL MALARÉE, *Bien Jurídico*, 1991, 14 ss. RUDOLPHI, *Los diferentes aspectos*, 1975, 333, se refiere a esta postura como “concepto liberal de bien jurídico”, en virtud del cual, la única

Frente a este planteamiento racionalista, que concebía el delito como lesión de derechos subjetivos, se formularon diversas críticas provenientes de la Escuela Histórica y el Positivismo jurídico. La primera, surgida en Alemania durante el siglo XIX, negaba el carácter racional del derecho y, por ende, su raíz contractualista, pues concebía que el derecho constituye una creación histórica nacida del espíritu del pueblo, esto es, propia de su carácter nacional. De esta forma, la Escuela Histórica opuso al derecho natural el derecho positivo, razón por la cual no era posible, bajo esta orientación metodológica, admitir el concepto de lesión de un derecho subjetivo, pues de ser así muchas conductas que históricamente infringían la moral y la religión, dejaban de gozar de protección penal¹⁵.

En este contexto, *BIRNBAUM* formuló la tesis en virtud de la cual el “bien” (*Gut*) constituye el “objeto protegido” (*geschütztes Objekt*) por la norma penal, así pues, consideró que el delito no lesiona derechos subjetivos, sino que sólo lesiona bienes (*Gutsverletzung*), acuñando así el concepto de “bien jurídico”¹⁶. La concreción de esta idea de delito como lesión de un bien se manifestó así: el bien al que se tiene jurídicamente derecho es el objeto del derecho y, si aquél es sustraído o disminuido, el derecho permanece incólume¹⁷. De esta forma, el delito se concibió como toda *lesión o puesta en peligro* de bienes garantizados por el Estado; no obstante, a pesar de este intento de concreción, *BIRNBAUM* no logró precisar el contenido de esta categoría, a través de la cual pretendió formular una teoría material de delito. Por esta razón,

tarea legítima del Estado, era la protección de los derechos de sus ciudadanos y los suyos propios para la realización de sus fines, derivados del contrato social. Así, pues, los derechos subjetivos constituyen el núcleo material de todo delito. En esta misma línea –sostiene el autor- *HOMMEL* concibió que la tarea de la administración de justicia, no era otra que la protección de la seguridad de la sociedad, o, dicho de otra forma, la protección de los derechos subjetivos de los ciudadanos. Con esta base, *HOMMEL* dedujo que muchos comportamientos, como por ejemplo, los delitos religiosos, no debían constituir una infracción penal, pues no ocasionan ningún daño a la sociedad. Así, advierte la diferencia existente entre pecado, delito y acciones irrespetuosas, manifestando que los pecados, dada su escasa dañosidad social, pertenecen al púlpito, pero no al juez. *Vid.* asimismo, FERNÁNDEZ, Bien jurídico, 2004, 98 ss.

¹⁵ *Vid.* más ampliamente, HORMAZÁBAL MALARÉE, Bien Jurídico, 1991, 19 ss.

¹⁶ BUSTOS RAMÍREZ, Introducción, 1994, 24; POLANINO NAVARRETE, en Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 185-186; ESER, ADPCP, 1996, 1030; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, DP PG II, 2002, 13; FERNÁNDEZ, Bien jurídico, 2004, 15-17.

¹⁷ CUELLO CONTRERAS, PG, 2002, 49, propone el siguiente ejemplo: la víctima de un robo, a quien se le ha arrebatado una cosa de su propiedad, sigue conservando el derecho sobre ella.

AMELUNG critica que la determinación de que un objeto (bien) merece protección penal, dependería en última instancia de una decisión política, por lo que –desde esta perspectiva– se inutilizaba la capacidad limitadora del bien jurídico¹⁸.

Pese a esa falta de concreción, hay quienes defienden los avances científicos que supuso el planteamiento de *BIRNBAUM*. Así, se expresa que dicha formulación permitió, por un lado, la distinción entre lesión y puesta en peligro y; por otro, coadyuvó a clarificar la diferenciación entre tentativa y consumación¹⁹.

Esta fórmula, criticada por su indeterminación en cuanto al sustrato material de los bienes, no suscitó en ese momento mayores repercusiones teóricas, sino que fue retomada bajo el auge del positivismo en el último tercio del siglo XIX, con las excepcionales aportaciones de *BINDING* y *von LISZT*.

1.1) La concepción de BINDING

La aportación de *BINDING* (1872), caracterizada por su dimensión formal, sienta sus bases en el positivismo jurídico. Es así que, fiel al dogma hegeliano de la racionalidad incuestionable de la ley, sostiene que bien jurídico es todo objeto (*lato sensu* material o inmaterial) que la ley penal incorpora en los respectivos tipos, por considerarlos dignos de protección jurídica, por lo que los bienes jurídicos se desprenden exclusivamente de la ley²⁰. El bien jurídico surge, pues, de un mero juicio valorativo del legislador, quien lo califica como tal, sin otro límite que sus propias consideraciones valorativas. Por esta

¹⁸ Cfr. FERNÁNDEZ, Bien jurídico, 2004, 16. MIR PUIG, Introducción, 1976, 129, considera que los distintos conceptos de bien jurídico, formulados con posterioridad al Derecho penal de la Ilustración, no ofrecieron ningún límite al legislador.

¹⁹ Así, FERNÁNDEZ, Bien jurídico, 2004, 16, GONZÁLEZ-SALAS CAMPOS, La teoría del bien jurídico, 2001, 8.

²⁰ Cfr. LUZÓN PEÑA, Curso, 1996, 326; AMELUNG, Rechtsgüterschutz, 1972, 73 ss; MIR PUIG, Introducción, 1976, 129; BUSTOS RAMÍREZ, Introducción, 1994, 25, Manual, 1994, 101-102; ESER, ADPCP, 1996, 1032; OLAIZOLA NOGALES, El delito de cohecho, 1999, 43; POLAINO NAVARRETE, en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 186; El bien jurídico, 1974, 108 ss; DP PG, 1996, 276; FERNÁNDEZ, Bien jurídico, 2002, 17 ss; GARCÍA-PABLOS DE MOLINA, Introducción, 2006, 175-176; STRATENWERTH, DP PG, 2005, 55. Asume esta postura, PEDRAZZI, El bien jurídico en los delitos económicos, 1985, 286.

razón *MIR* sostiene que la concepción de *BINDING* ni siquiera pretendía atribuir al bien jurídico una función limitadora²¹.

Esta postura fue cuestionada por su excesivo racionalismo y la positivización extrema que suponía en el Derecho penal. Además, fue criticada por considerarse un modelo autoritario de pensamiento, al concebir el delito como un mero acto de desobediencia, apenas matizado por el concepto de bien jurídico, pues la creación de la norma (y el bien jurídico que ésta encierra) respondía, en definitiva, a una decisión política. De esta forma, mientras se legitimaba el poder coactivo del Estado, el ciudadano era reducido a un mero súbdito de la norma²².

1.2) La aportación de von LISZT

La postura –crítica y reformista– de *von LISZT* (1883), impregnada de una dimensión material, sugiere que el bien jurídico es preexistente e independiente de su reconocimiento por el Derecho positivo y se concibe como un interés, valor o realidad valiosa, de una persona o de la colectividad, necesario de protección jurídica a los efectos de garantizar la existencia y desarrollo de éstas. Así, pues, para *von LISZT* el bien jurídico no es un concepto exclusivamente formal, creado por el legislador –como sugería *BINDING*– sino una creación de la vida, un interés vital del individuo o de la comunidad, que el Derecho sólo se limita a reconocer y a elevar a categoría jurídica²³.

La fórmula de *von LISZT* sí que pretendió servir de límite al *ius puniendi*, ya que la decisión de proteger determinados bienes ya no se encomienda al legislador, sino que es la dinámica propia de la realidad social la que marca las pautas de lo que es digno de

²¹ MIR PUIG, Introducción, 1976, 129. En el mismo sentido, OLAIZOLA NOGALES, El delito de cohecho, 1999, 44.

²² Vid. ampliamente, FERNÁNDEZ, Bien jurídico, 2002, 20; POLAINO NAVARRETE, DP PG, 1996, 27ss.

²³ Cfr. von LISZT, Tratado, 1927, 6 n. 1; AMELUNG, Rechtsgüterschutz, 1972, 82 ss; MIR PUIG, Introducción, 1976, 129; TERRADILLOS BASOCO, RFDUC, 1981, 129; PORTILLA CONTRERAS, CPC, 1989, 724; ÁLVAREZ GARCÍA, CPC, 1991, 12 n. 26; BUSTOS RAMÍREZ, Introducción, 1994, 25; Manual, 1994, 103; ESER, ADPCP, 1996, 1033, 1038; LUZÓN PEÑA, Curso, 1996, 326; BACIGALUPO, Principios, 1998, 140; OLAIZOLA NOGALES, El delito de cohecho, 1999, 44; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, DP PG II, 2002, 14; FERNÁNDEZ, Bien jurídico, 2002, 21; STRATENWERTH, DP PG, 2005, 55; GARCÍA-PABLOS DE MOLINA, Introducción, 2006, 176.

protección penal. Desde esta perspectiva, pues, el bien jurídico se caracterizó por su naturaleza *social*²⁴.

La principal crítica formulada a esta postura es la falta de contenido del concepto “interés de la vida”, por lo que no se logró precisar qué intereses merecían ser protegidos o qué criterios debían tomarse en consideración para decidir la necesidad de tutela. La consecuencia de esta indeterminación fue –según *MIR*– que la intención de atribuir al bien jurídico una función limitadora no pasó de ser un programa sin desarrollar²⁵.

A partir de aquí, la doctrina ha formulado distintos conceptos de bien jurídico sin que hasta hoy exista unanimidad en cuanto a la caracterización de esta categoría²⁶. A continuación, expondremos brevemente algunas de las formulaciones que, desde teorías constitucionalistas o teorías sociológicas, se han propuesto para delimitar el concepto material del bien jurídico en el Derecho penal.

1.3) Tesis constitucionalistas

En la doctrina española, autores como *ÁLVAREZ GARCÍA*, *ESCRIVÁ* o *GONZÁLEZ RUS*, han defendido un concepto de bien jurídico desde una perspectiva constitucional, aunque ciertamente se atribuye a *BRICOLA* –en la doctrina italiana– su original formulación²⁷. Este autor parte de la base de que la Constitución italiana otorga un valor

²⁴ Así, *MIR PUIG*, Introducción, 1976, 129, 132; *LÓPEZ BARJA DE QUIROGA*, DP PG II, 2002, 14. desde esta perspectiva, *LUZÓN PEÑA*, Curso, 1996, 326, confiere al bien jurídico -además de una función limitadora del *ius puniendi*- una importante función interpretativa que puede servir incluso para excluir conductas que no afecten ningún bien jurídico protegido en determinado tipo penal y, además, considera que en virtud de esta formulación se pueden realizar propuestas de incriminación de conductas que afectan bienes jurídicos que asimismo carecen de protección penal.

²⁵ *MIR PUIG*, Introducción, 1976, 130; así tb., *RUDOLPHI*, Los diferentes aspectos, 1975, 336; *OCTAVIO DE TOLEDO Y UBIETO*, Sobre el concepto, 1981, 337; *BUSTOS RAMÍREZ*, *Manual*, 1984, 54-55; *PORTILLA CONTRERAS*, CPC, 1989, 725; *ÁLVAREZ GARCÍA*, CPC, 1991, 12; *FERNÁNDEZ*, Bien jurídico, 2002, 24; *GARCÍA-PABLOS DE MOLINA*, Introducción, 2006, 176.

²⁶ Así, *BUSTOS RAMÍREZ*, Control social, 1987, 160; *OCTAVIO DE TOLEDO Y UBIETO*, ADPCP, 1991, 8; *ÁLVAREZ GARCÍA*, CPC, 1991, 6; Introducción, 1999, 11; *LUZÓN PEÑA*, Curso, 1996, 327; *ESER*, ADPCP, 1996, 1029; *ROXIN*, DP PG, 1997, 54; *HEFENDEHL*, Anales, 2001, 148; *SUÁREZ-MIRA RODRÍGUEZ*, Manual, 2004, 184; *STRATENWERTH*, DP PG, 2005, 55; *GARCÍA-PABLOS DE MOLINA*, Introducción, 2006, 175.

²⁷ *BRICOLA*, Novísimo Digesto Italiano XIX, 1973, 15 ss; cfr. sobre esta tesis, *ÁLVAREZ GARCÍA*, Introducción, 1999, 12; CPC, 1991, 21; *OLAIZOLA NOGALES*, El delito de cohecho, 1999, 45; *CUELLO CONTRERAS*, PG, 2002, 61; *BUSTOS RAMÍREZ*, Manual, 1994, 108; *HORMAZÁBAL*

reverencial a la “libertad personal” y por esa razón entiende que la sanción penal sólo puede ser aplicada frente a la violación de un bien, el cual si no es de igual grado que el valor sacrificado (libertad personal), al menos debe estar dotado de relevancia constitucional. Dicho de otra forma, el delito se concreta en la lesión significativa de un valor constitucionalmente relevante. Ahora bien, puede ocurrir que la ley fundamental recoja dichos bienes de manera expresa, implícita, o a través de los llamados “delitos obstáculos”, por medio de los cuales es posible proteger un bien no constitucional, pero que su lesión sea lo suficientemente idónea como para poner en peligro un bien constitucional (así, por ejemplo, los delitos contra la seguridad en el tráfico respecto del bien jurídico vida)²⁸.

MALARÉE, Bien jurídico, 1991, 126. Junto a BRICOLA también pueden agruparse MUSCO y ANGIONI como representantes de lo que se ha denominado “teoría constitucional estricta” (Vid. al respecto, GONZÁLEZ RUS, ADPCP, 1982, 706 n. 2; SAINZ CANTERO, Lecciones, 1990, 488). Por otro lado, hay autores que si bien tienen una marcada influencia constitucional, lo cierto es que también asumen otros criterios, así, por ejemplo, SAX distingue entre un orden constitucional y un orden penal, y sugiere que el Derecho penal protege aspectos parciales que sólo coinciden en lo nuclear con los valores constitucionales como la vida, la libertad o la propiedad, pero que hay otros valores que no están estructurados como tales en la Constitución, verbigracia, los valores que se protegen en los delitos contra el Estado o la Administración de justicia. En estos casos –sostiene el autor- la Constitución simplemente orienta el ejercicio del *ius puniendi* de conformidad con su orden de valores. PADOVANI, por su parte, considera que la reforma en materia de delitos políticos debe, necesariamente, tomar como base la Constitución, tanto para la individualización de los intereses políticos tutelados como para la técnica de protección. Así, pues, este autor defiende que el ilícito penal debe reconducirse a la sola lesión de bienes constitucionalmente relevantes (Citado por GONZÁLEZ RUS, ADPCP, 1982, 710). También adoptan la base constitucional para dotar de contenido al bien jurídico, ROXIN (aunque sin descartar la función de las ciencias sociales), RUDOLPHI, ZIPF, MARX, OTTO (cfr. BUSTOS RAMÍREZ, Manual, 1994, 108). En la doctrina española, TERRADILLOS BASOCO, Función simbólica, 1991, 14-15, entiende que al buscar un referente material idóneo para dotar de contenido al bien jurídico, el recurso a la Constitución es ineludible por razones obvias, pero que no llena todas las lagunas con las que se tropieza en la identificación del contenido del bien jurídico. En otro trabajo este autor llega a admitir incluso que el principio del bien jurídico tiene rango constitucional (art.10.1 CE), pero que no sólo se trata de pregonar la vigencia de dicho principio, sino que hay que dotarlo de contenido, para lo cual el concepto de “necesidad” es un criterio válido (vid. RFDUC, 1981, 142). En parecidos términos, MIR PUIG, EPCr, 1989-1990, 210; HASSEMER/MUÑOZ CONDE, Introducción, 1989, 69; SILVA SÁNCHEZ, La expansión del Derecho penal, 2001, 92-94; OLAIZOLA NOGALES, El delito de cohecho, 1999, 47; OCTAVIO DE TOLEDO Y UBIETO, ADPCP, 1991, 10 ss.

²⁸ En el mismo sentido, ANGIONI defiende la necesidad de reconstruir los tipos penales a la luz de la Constitución. Así, pues, entiende que –en virtud del principio de proporcionalidad- en los delitos castigados con penas privativas de libertad, el bien jurídico ha de ser un bien constitucional fundamental o primario, y en los tipos que prescriben una sanción pecuniaria el bien jurídico puede tratarse o de un bien constitucional primario o secundario. En cualquier caso –sostiene- el objeto jurídico del delito deber ser siempre un bien constitucional. Es preciso mencionar que los partidarios de esta teoría no sugerían que la libertad personal debía ser defendida en términos absolutos, sino que –como advierte ANGIONI- ni el bien más importante carece de *legibus solutus*, y puede, eventualmente, ser lesionado en situaciones como la legítima defensa. Por su parte, FIADANCA encuentra varios obstáculos a la tesis de BRICOLA, así –entre otros- merece la pena destacar: en primer lugar, la dificultad que entraña construir una jerarquía de valores de la Constitución y, en segundo lugar, la inseguridad que implica las categorías de los bienes implícitos y los delitos de obstáculo; sin embargo, este autor sostiene que la tesis correcta está determinada por un *planteamiento constitucional* del bien jurídico (sin cursiva en la cita), pero no en el sentido apuntado por los defensores de teorías constitucionales estrictas, sino admitiendo que la Constitución puede

Siguiendo esta línea, *GONZÁLEZ RUS* (1981) sostiene que en la determinación del ilícito penal la Constitución es un elemento de obligada referencia, lo cual se justifica desde una doble perspectiva, a saber: jurídica, en cuanto que constituye la norma fundamental a la que deben someterse las demás leyes que conforman el ordenamiento jurídico y; política, desde el momento en que se concibe como el instrumento más fiable al que recurrir en la búsqueda de principios y valores socialmente compartidos. De esta forma –aduce– sólo al tomar como referente la Constitución se elimina el riesgo de “perversión” del concepto de bien jurídico. En resumen, bienes defendibles –desde esta perspectiva constitucional– lo serían: a) los directamente reconocidos a los ciudadanos en la ley fundamental, b) los recogidos en convenciones internacionales incorporadas al Derecho interno, c) los bienes colectivos reconocidos por la carta magna y, d) los constitucionalmente “integrables”, “homologables” o “asimilables” a los propiamente constitucionales, entre los que incluye –siguiendo a *BRICOLA*– los denominados “delitos obstáculos”²⁹.

El planteamiento de *ÁLVAREZ GARCÍA* (1991) está dirigido a reconocer que la Constitución actúa como intermediaria entre los conflictos culturales y el legislador ordinario, de manera que proporciona una base coherente y relacionada de objetos a proteger por el Derecho penal. Así, pues, su aportación está formulada en clave negativa, en el sentido de que pese a reconocer que la Constitución no prevé mecanismos para obligar al legislador a despenalizar determinados comportamientos, defiende que la ley fundamental sí que pone de relieve aquellos casos en los que la protección penal es improcedente –e ilegal– con relación a determinados bienes que no gozan de reconocimiento constitucional, sirviendo, pues –a su juicio–, de criterio discriminador entre sanción penal y administrativa. En resumen, sólo se pueden imponer sanciones

proporcionar “directivas programáticas de tutela, potencialmente vinculantes”, cuya concreción debe encomendarse a la legislación que desarrolle la carta fundamental. Desde esta perspectiva, se conceden un amplio margen de libertad al legislador en la selección de bienes objetos de tutela. *Vid.* al respecto, *GONZÁLEZ RUS*, ADPCP, 1982, 706 n. 3, 713; *Bien jurídico*, 1983, 31. Sobre la tesis de *BRICOLA*, *vid.* por todos, *HORMAZÁBAL MALARÉE*, *Bien jurídico*, 1991, 126 ss; *PORTILLA CONTRERAS*, CPC, 1989, 730 n. 18; *FERNÁNDEZ*, *Bien jurídico*, 2004, 51; *OLAIZOLA NOGALES*, *El delito de cohecho*, 1999, 45-46. Sobre los problemas que plantea la tesis de *BRICOLA*, *vid.* ampliamente, *ÁLVAREZ GARCÍA*, CPC, 1991, 21 ss; *Introducción*, 1999, 12 ss.

²⁹ *Vid.* por todos, *GONZÁLEZ RUS*, *Bien jurídico*, 1983, 41; ADPCP, 1982, 718.

penales cuando el bien atacado tenga relevancia constitucional. De esta forma, pues, el autor cree alcanzar una fórmula más segura para el proceso de selección de bienes que requieren protección jurídico-penal³⁰.

1.3.1) Críticas a las posturas constitucionalistas

En la doctrina española, hay quienes como *MIR*, *SILVA* o *TERRADILLOS* admiten que el reconocimiento constitucional juega un papel importante en la medida en que puede servir como criterio relevante a la hora de determinar si estamos frente a un interés fundamental para la sociedad y, en consecuencia, digno de protección penal. No obstante, niegan el carácter exclusivo del referente constitucional para dotar de contenido material al concepto de bien jurídico. En tal sentido, *MIR* realiza una sugerente crítica a las tesis constitucionalistas sobre la base de tres criterios, a saber: a) la Constitución tiene como misión esencial regular el ejercicio del Poder político, no le compete, pues, regular el comportamiento de los ciudadanos entre sí. El reconocimiento constitucional de bienes y derechos intenta fijar límites *principalmente* a los poderes públicos; b) no es posible entender –a juicio del autor– que la Constitución obliga al Estado no sólo a respetar los derechos fundamentales, sino también a sancionar penalmente su infracción y; c) aunque la Constitución reconozca un determinado bien, vulneraría el principio de proporcionalidad –y nuestro juicio el carácter fragmentario y de *ultima ratio* del Derecho penal– si sólo por ese reconocimiento se elevara a la categoría de bien jurídico-penal un determinado interés u objeto^{31 32}.

³⁰ ÁLVAREZ GARCÍA, CPC, 1991, 43-44; Introducción, 1999, 16, sostiene que en el mismo sentido se ha pronunciado la STC 55/1996, de 28 de marzo, al afirmar: “el legislador goza, *dentro de los límites establecidos en la Constitución*, de un amplio margen de libertad que deriva de su posición constitucional y, en última instancia, de su específica legitimidad democrática” (sin cursiva en el texto original). En parecidos términos, PULITANO; FIORE (Citados por G. RUS, ADPCP, 1982, 708, 710). MUÑOZ CONDE, Protección de bienes jurídicos, 2001, 561, manifiesta que cualquiera de los bienes jurídicos protegidos en los distintos delitos del Código penal, con independencia del país, son reconducibles directa o indirectamente a algunos de los derechos fundamentales reconocidos en cualquier texto constitucional; RUDOLPHI, Los diferentes aspectos, 1975, 344, concibe los bienes jurídicos como funciones importantes para la vida social en el ámbito de la Constitución o, dicho de otra forma, son unidades funcionales valiosas para la sociedad regida constitucionalmente.

³¹ Cfr. MIR PUIG, EPCr, 1989-1990, 210 ss, quien pese a estas críticas, insiste en que el reconocimiento Constitucional de un derecho o bien es un hecho que hay que tomar cuenta para valorar su grado de importancia en orden a su eventual tutela jurídico-penal. Pero advierte que este dato no basta por sí solo, sino que debe acompañarse de otras consideraciones; BUSTOS RAMÍREZ, Los bienes jurídicos colectivos, 1987, 192, entiende que la Constitución es un marco de referencia fundamental para el sistema, pero que de manera alguna puede cortar la evolución y el desarrollo del concepto de bien jurídico; CUELLO CONTRERAS, PG, 2002, 47, 60, admite que la Constitución juega un papel relevante en la selección de bienes jurídicos fundamentales; sin embargo, la considera insuficiente por sí sola para

Por su parte, *TERRADILLOS* sugiere que no es posible identificar los bienes jurídicos protegidos penalmente con los derechos fundamentales³³. Los derechos subjetivos, incluyendo los públicos –argumenta siguiendo a *COVO/VIVES*– “constituyen un mecanismo de distribución y protección de los bienes jurídicos”, pero no necesariamente se identifican con ellos. Existen, pues, entre derechos subjetivos y bienes jurídicos, una relación de medio-fin³⁴. Así mismo, previa exposición de las tesis que fundamentan el funcionalismo sistémico, el autor alega que por esta vía no es posible concretar referentes materiales para el bien jurídico, por lo que será preciso acudir a la Constitución, pero no para brindar protección penal a los derechos con reconocimiento constitucional explícito, sino para extraer de ella un amplio y heterogéneo conjunto de valores, derechos e intereses³⁵.

En conclusión, *TERADILLOS* admite que la una Constitución democrática consagra una serie de derechos que pueden ser objeto de protección penal, pero que, al mismo tiempo, obliga a que el recurso a la pena sea el mínimo indispensable y progresivamente decreciente. Esto es así porque, si se adoptara el planteamiento de quienes identifican el bien jurídico sólo con los derechos reconocidos constitucionalmente o, dicho de otra forma, si se pretende que el Derecho penal brinde protección a todos los derechos

justificar una intervención penal protectora; ESER, ADPCP, 1996, 1039, considera que por muy acertadas que sean las formulaciones constitucionales del bien jurídico, no cabe esperar de éstas un efecto limitador demasiado importante; HASSEMER/MUÑOZ CONDE, Introducción, 1989, 69. Asume esta postura, aunque desde una posición funcionalista moderada, SILVA SÁNCHEZ, La expansión del Derecho penal, 2001, 92-94. *Vid.* más ampliamente sobre las críticas a las tesis constitucionalistas, SANTANA VEGA, Bienes jurídicos colectivos, 2000, 43 ss.

³² *Vid.* críticamente, CUELLO CONTRERAS, PG, 2002, 61.

³³ En el mismo sentido, PORTILLA CONTRERAS, CPC, 1989, 731.

³⁴ *Vid.* TERRADILLOS BASOCO, Función simbólica, 1991, 14-15; RFDUC, 1981, 141.

³⁵ TERRADILLOS BASOCO, Función simbólica, 1991, 16-17, advierte que su postura implica respeto a la Constitución, pero no limitación a los aspectos que ésta reconoce, que pueden ser parciales, pues sirve, dentro del ordenamiento, a objetivos diferentes de los que persigue el Derecho penal. PORTILLA CONTRERAS, CPC, 1989, 730, es más riguroso en su crítica al establecer que las tesis constitucionalistas carecen de la precisión deseable, pues la Constitución no ofrece las garantías mínimas de seguridad jurídica necesaria, como para erigirse en el instrumento exclusivo para la jerarquización de los valores a proteger.

constitucionales, entonces el bien jurídico perdería su función limitadora y pasaría a justificar una intervención penal creciente³⁶.

1.4) Teorías sociológicas

1.4.1) La idea del “interés” como bien jurídico protegido

A partir de la propuesta de *von LISZT*, que concibió el bien jurídico como un “interés protegido”, se empezó a resaltar la función de dicho “interés” en el Derecho penal, al punto de conferirle un carácter central en el concepto de bien jurídico. Así, desde esta perspectiva, se entendía el bien jurídico como un interés (jurídico), que denota una relación entre un bien y un sujeto. A través de esta relación –sostiene *POLAINO*– un objeto o un estado llegan a constituir un bien para determinado sujeto; sin embargo, a través de esta vía no se logró definir plenamente el concepto de interés, ni tampoco se concretó la esencia del concepto de bien. Existe una relación recíproca entre bien e interés, de manera que no existe un bien que no sea objeto de un interés humano, como

³⁶ Cfr. TERRADILLOS BASOCO, *Función simbólica*, 1991, 17. En similar sentido, OCTAVIO DE TOLEDO Y UBIETO, *ADPCP*, 1991, 10 ss, considera que si bien la Constitución sirve como límite negativo al momento de delimitar el concepto de bien jurídico –en el sentido de que los tipos penales no pueden proteger intereses contrarios a la Constitución–, ésta no puede servir de límite positivo debido a la amplitud de intereses que reconoce, lo cual conculcaría los principios de subsidiariedad y de fragmentariedad; SILVA SÁNCHEZ, *Aproximación*, 1992, 274 ss, sugiere que la plasmación constitucional de ciertos bienes penalmente protegibles debe ser acogida por añadir un nuevo elemento limitador del concepto material de bien jurídico; sin embargo, debe negarse –advierte– que todas aquellas realidades recogidas en la Constitución adquieran –por ese hecho– la cualidad de penalmente protegibles. Por esta razón, una vez sentada la regulación constitucional de determinados bienes, el próximo paso estará constituido por la necesidad de concretar las características que han de reunir los bienes penalmente protegibles. Acoge estas formulaciones, OLAIZONA NOGALES, *El delito de cohecho*, 1999, 47. En contra de estas posiciones, ÁLVAREZ GARCÍA, *CPC*, 1991, 32-33, argumenta que dichas críticas adolecen de fundamento por dos razones esenciales, a saber: en primer lugar, un entendimiento constitucional del concepto de bien jurídico no obliga –con carácter general– a defender siempre la intervención penal; antes al contrario, el legislador tiene libertad para proteger penalmente los bienes con referente constitucional, pero también puede inclinarse por la protección de un determinado bien a través de otras ramas del ordenamiento o, incluso, puede no hacer uso del Derecho sancionador (ni penal ni de otro tipo) si ello es innecesario. En segundo lugar –expresa el autor– si bien la Constitución es la que indica los bienes jurídicos de referencia, lo cierto es que incumbe al legislador penal establecer la sanción, la estructura de los tipos delictivos y sobretodo decidir qué conductas deben ser sancionadas en atención a su idoneidad para lesionar o poner en peligro bienes jurídicos. Pese a este intento de salvar de las críticas al planteamiento constitucional del bien jurídico, OLAIZOLA NOGALES, *El delito de cohecho*, 1999, 48, advierte que ÁLVAREZ GARCÍA no señala qué criterios deben fundamentar la decisión de legislador al conceder protección penal (o jurídica general) a un determinado valor constitucionalmente relevante, lo que deja nuevamente sin solucionar el problema de los límites del *ius puniendi* del Estado.

tampoco es concebible ningún interés en evitar o no un resultado si no fuera porque determinada conducta no afectara un determinado bien³⁷.

1.4.2) El bien jurídico como “valor”

El bien jurídico también ha sido identificado con la idea de *valor*. En este sentido, *COBO/VIVES* entienden que desde esta perspectiva se expresa de modo más adecuado las exigencias que se encuentran –o deberían encontrarse– en todo ordenamiento jurídico, así, pues, conciben el bien jurídico como “*todo valor de la vida humana protegido por el Derecho*”³⁸. Advierten, no obstante, que con esta idea no se pretende reducir el bien jurídico a su acepción individual y personalista, ya que cada vez más se constata que, juntos a los valores individuales, existen otros sociales, comunitarios y públicos, por lo que la esencia del bien jurídico no sólo es individual, sino también colectiva³⁹.

Los conceptos de bien jurídico antes expuestos, es decir, el bien jurídico como interés o como valor constituyen el camino hacia las teorías sociológicas que se defienden más

³⁷ Vid. POLAINO NAVARRETE, en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 186; OCTAVIO DE TOLEDO Y UBIETO, ADPCP, 1991, 5 ss; JIMÉNEZ DE ASÚA, Tratado, 1963, 1005; TERRADILLOS BASOCO, RFDUC, 1981, 131 ss; RODRÍGUEZ DEVESA, DPE PG, 1995, 424, concibe los bienes jurídicos como “aquellos intereses materiales y espirituales que la comunidad estima que han de ser tutelados”. En contra de esta postura, COBO DEL ROSAL/VIVES ANTÓN, DP PG, 1999, 317-318, alegan que si admitimos que el interés es todo estado de cosas que beneficia a alguien (algo útil por tanto), se podrá constatar la diferencia existente entre bien jurídico e interés. Así, pues, proponen el siguiente ejemplo: “La vida de una persona es un bien jurídico que el Derecho reconoce; pero, a la vez, puede representar un interés para quienes dependen de él. Sin embargo –argumentan- puede darse el caso de que el titular de la vida no se halle interesado por ella (porque se trata de una vida desgraciada o por cualquier otra razón)”. Así mismo, son imaginables casos de bienes por los que nadie tenga interés, por lo que –en consecuencia- el bien jurídico no puede articularse sobre la idea de interés alguno. En parecidos términos, SAINZ CANTERO, Lecciones, 1990, 487, entiende que conceptualmente es posible distinguir entre bien e interés, ya que el “bien” es el objeto del interés, y éste es el reflejo subjetivo de aquél. No obstante, un sector de la doctrina admite que el concepto de bien jurídico acoge también la idea de “interés”. Así, entre otros, FONTÁN BALESTRA, DP, 1974, 196; LUZÓN PEÑA, Curso, 1996, 327; CPC, 1988, 633; MATA Y MARTÍN, Bienes jurídicos intermedios, 1997, 3.

³⁸ Cfr. COBO DEL ROSAL/VIVES ANTÓN, DP PG, 1999, 318-319, consideran así mismo que no parece adecuado atribuirle al bien jurídico un contenido concreto, sino que lo más acertado es delimitarlos atendiendo a la *función procedimental* que cumplen en el discurso jurídico. Así, desde esta perspectiva, el bien jurídico se erige en el primer momento en el proceso de justificación de la intervención penal, es decir, se constituye en el primer requisito para la justificación de la intervención penal. Asume esta metodología, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE PG, 2007, 151 ss. Sobre el concepto de bien jurídico como valor, vid. RODRÍGUEZ MOURULLO, DP PG, 1978, 19; TERRADILLOS BASOCO, RFDUC, 1981, 132.

³⁹ Vid. COBO DEL ROSAL/VIVES ANTÓN, DP PG, 1999, 319.

recientemente y que se caracterizan por su marcado fundamento sociológico, a través del cual se intenta alcanzar el contenido material del bien jurídico-penal. Veamos, pues, algunas de estas construcciones.

1.4.3) Otras posturas

Como es sabido, se han defendido otros muchos conceptos de bien jurídico desde teorías sociológicas caracterizadas básicamente por la negación de los planteamientos liberales que subordinan lo social a lo individual o que condicionan la protección de bienes jurídico-penales a su reconocimiento constitucional⁴⁰. Así, por ejemplo, *AMELUNG* –siguiendo el funcionalismo sistémico de *PARSONS* y *LUHMANN*– destaca que la mayoría de conductas con capacidad de vulnerar determinados intereses, en realidad no son acciones atentatorias de bienes jurídicos, sino sólo conductas que perturban el adecuado funcionamiento de los “subsistemas” sociales, por lo que –desde esta perspectiva– el delito es concebido como un comportamiento “disfuncional”. Por esta razón, el autor sugiere que la construcción del concepto de bien jurídico debe estar apoyada en una sólida base sociológica, única vía por medio de la cual se puede fundamentar qué es lo que debe tutelarse penalmente⁴¹.

En la doctrina española se ha defendido mayoritariamente un concepto fundamentalmente sociológico de bien jurídico. Así, *MIR* –influenciado por la idea de las “Partizipationschancen” (oportunidades o posibilidades de participación) de *CALLIESS* y al referirse a los límites del *ius puniendi* derivados de su fundamento funcional– concibe los bienes jurídicos como aquellas condiciones necesarias para el

⁴⁰ Cfr. PORTILLA CONTRERAS, CPC, 1989, 731; OLAIZOLA NOGALES, El delito de cohecho, 1999, 49.

⁴¹ Hay que advertir, no obstante, que con esta formulación *AMELUNG* no sustituye la teoría del bien jurídico por su planteamiento sociológico (como sí lo hizo originalmente), sino que este último es considerado complementario de aquél (cit. GONZÁLEZ RUS, ADPCP, 1982, 712). *Vid.* para más detalles acerca de la postura de este autor, BUSTOS RAMÍREZ, Manual, 1994, 109; HORMAZÁBAL MALARÉE, Bien jurídico, 1991, 109 ss; MIR PUIG, Introducción, 1976, 135 ss; FERNÁNDEZ, Bien jurídico, 2004, 58 ss; OLAIZOLA NOGALES, El delito de cohecho, 1999, 49; SILVA SÁNCHEZ, Aproximación, 1992, 269 n. 378; CUELLO CONTRERAS, PG, 2002, 55-56. GÓMEZ BENITEZ, RFDUC, 1983, 111, asume esta orientación incluyendo –además– algunas correcciones que considera de utilidad, a saber: a) que el concepto de bien jurídico debe tener un contenido social; b) que el perjuicio social (como criterio que orienta la labor incriminadora) se identifique con la necesidad preventivo-general de penar y; c) que el injusto penal derivado de ese proceso de criminalización se refiera a peligros para bienes jurídicos y no a su efectiva lesión.

correcto funcionamiento de los sistemas sociales; sin embargo, para evitar caer en una concepción excluyente del individuo, sugiere que estas condiciones se traduzcan en “*concretas posibilidades de participación* del individuo en los procesos de interacción y comunicación social”. Y, además, aclara que la “posibilidad de participación” no debe ser entendida sólo como posibilidad de incidir activamente en la vida colectiva, sino también “como posibilidad de vivir en sociedad confiando en el *respeto de la esfera de libertad particular* por parte de los demás”⁴².

En parecidos términos, *TERRADILLOS* –siguiendo a *HELLER*– invoca dos aspectos que considera esenciales para delimitar el contenido material del bien jurídico, a saber: promoción de la riqueza y posibilidad del individuo para la apropiación igualitaria de la misma. Partiendo de esta base, considera que “promover este tipo de participación nos va llevar a identificar el bien jurídico con las posibilidades de satisfacción de las necesidades humanas”, estableciendo, pues, tres clases de necesidades que –en atención a su contenido– pueden ser: necesidades existenciales (alimentación, relaciones sociales y sexuales, etc); necesidades propiamente humanas (identificadas por su carácter cualitativo) y; necesidades radicales (cuya satisfacción sólo es posible con la superación de una sociedad concreta)⁴³.

1.4.4) Críticas a las tesis sociológicas

Muchas son las críticas que se han formulado contra las teorías sociológicas, pero sólo nos limitaremos a enunciar algunas de las que –a nuestro juicio– ponen en tela de duda que el concepto de bien jurídico pueda alcanzar su tan ansiado contenido material a través de propuestas sociológicas. Así, en primer lugar se critican estas teorías por su excesivo “conservadurismo” al asignar al Derecho penal la función exclusiva de conservación de un sistema social⁴⁴. En segundo lugar, se esgrime –desde un plano

⁴² Cfr. MIR PUIG, Introducción, 1976, 139, 140 (cursiva en el texto original); Función de la pena, 1982, 63; ÁLVAREZ GARCÍA, CPC, 1991, 14; HEFENDEHL, Anales, 2001, 154 n. 23; RECPCr, 2002, 8 n. 23; FERNÁNDEZ, Bien jurídico, 2004, 70.

⁴³ Cfr. TERRADILLOS BASOCO, RFDUC, 1981, 136 ss.

⁴⁴ Así, ZUGALDÍA ESPINAR, Fundamentos, 1993, 46. En este sentido, resulta muy sugestiva la crítica de OCTAVIO DE TOLEDO Y UBIETO, Sobre el concepto, 1981, 342 ss, quien destaca “Si, pues, el Estado interviene no sólo para mantener el sistema, sino, además, para mantenerlo en beneficio de quienes lo integran, es claro que puede suceder que esté persiguiendo fines contradictorios: ya que, en ocasiones, manteniendo el sistema perjudicará –no beneficiará– a ciertos –que pueden ser los más– individuos, (los

criminológico– que las construcciones sociológicas no toman en cuenta la existencia de una “delincuencia funcional”, a través de la cual los ciudadanos “honestos” mantienen su estatus y su sentimiento de superioridad respecto de los sujetos etiquetados como delincuentes⁴⁵. Una tercera crítica, está dirigida a los defensores del funcionalismo-sistémico que niegan por completo la existencia del bien jurídico, al considerar que el Derecho penal tiene como fin esencial la conservación del sistema y la confianza de los ciudadanos en su buen funcionamiento, por lo que la protección gira en torno a lo que *JAKOBS* denomina la “vigencia de la norma”.

1.5) Conclusiones y toma de posición

De la escueta exposición del proceso evolutivo del bien jurídico en el Derecho penal, cabe extraer algunas conclusiones nada ajenas a las posiciones mayoritariamente defendidas en la actualidad. Así, pues, debemos rechazar cualquier planteamiento formal del concepto de bien jurídico, pues contribuye poco o nada a la función limitadora del *ius puniendi* del Estado. Además, si bien la Constitución puede ser un punto de referencia en la determinación del concepto material de bien jurídico, lo cierto es que no existen obligaciones constitucionales de tutelar penalmente bienes jurídicos por su simple reconocimiento constitucional, así, pues, sería absolutamente legítimo la protección de bienes jurídicos que surgen de la propia realidad social y que el individuo –en su esfera más íntima o en sus relaciones con la sociedad– necesita para su pleno desarrollo.

En definitiva, siguiendo el planteamiento de *LUZÓN PEÑA*, consideramos que es posible formular un concepto amplio –no limitado a una sola perspectiva– de bienes jurídicos como “*condiciones necesarias para el desarrollo de la vida del individuo y de*

que en dicho sistema se encuentren, por ejemplo, de explotación; situaciones que, no obstante, permiten analizar al sistema como tal); y, en otras ocasiones, para beneficiar a “los individuos que lo integran” (si por estos hemos de entender –de acuerdo con la generalidad de la fórmula empleada- a *todos* los que integran ese sistema, o bien si con tales términos se alude *también* a aquellos individuos que ocupan posiciones de explotados) habrá de modificar –por lo menor en parte- este sistema (con lo que, en términos absolutos, no lo mantiene); TERRADILLOS BASOCO, RFDUC, 1981, 135, advierte –pero no asume- la peligrosidad de la perspectiva funcionalista de AMELUNG, ya que “Si la regla político-criminal es suprimir lo disfuncional y potenciar lo funcional, lo que se hace es consolidar sin límite la situación presente. Se trata, pues, de una política progresivamente conservadora”.

⁴⁵ En este sentido, ZUGALDÍA ESPINAR, Fundamentos, 1993, 46.

la sociedad". Y tales condiciones –sugiere este autor– pueden consistir en objetos, materiales o inmateriales, relaciones, intereses o derechos, que en todo caso deben ser considerados *socialmente valiosos* y por ello dignos de protección jurídica⁴⁶. No obstante, hay que advertir –al igual que lo hacen LUZÓN PEÑA o MIR– que no todo bien jurídico requiere protección penal, pues en virtud del carácter fragmentario y de *ultima ratio* del Derecho penal, sólo se deben proteger los bienes jurídicos más importantes frente a los ataques de mayor gravedad, dejando para otras ramas del ordenamiento la tutela de aquellos bienes de menor relevancia⁴⁷. Por esta razón, se ha propuesto la distinción entre bien jurídico y bien jurídico-penal, siendo estos últimos los que justifican la intervención del Derecho penal⁴⁸.

2. De las funciones del bien jurídico

Como es sabido, varias son las funciones que se le han conferido al bien jurídico en el Derecho penal de todo Estado democrático, las cuales expondremos brevemente por su especial relevancia en la teoría del bien jurídico en general y, en particular, en la dogmática del bien jurídico en los delitos económicos.

⁴⁶ Cfr. LUZÓN PEÑA, Curso, 1996, 327; MIR PUIG, Introducción, 1976, 132; GARCÍA-PABLOS DE MOLINA, Introducción, 2006, 174.

⁴⁷ En este sentido, MUÑOZ CONDE/GARCÍA ARÁN, DP PG, 2004, 59, 80, entienden que el carácter fragmentario del Derecho penal se presenta en las legislaciones actuales bajo una triple forma: en primer lugar, defendiendo al bien jurídico sólo frente a ataques de especial gravedad; en segundo lugar, tipificando sólo una parte de lo que en las demás ramas del Ordenamiento jurídico se estima como antijurídico; y, por último, dejando sin castigo las acciones meramente inmorales; ROXIN, DP PG, 1997, 65 ss, considera que el Derecho penal es sólo la última medida protectora de bienes jurídicos, es decir, que sólo se puede hacer intervenir cuando fallen otros medios de solución social del problema –como la acción civil o las regulaciones de policía-. Vid. ORTEGO COSTALES, Bien jurídico, 1982, 427; ZUGALDÍA ESPINAR, Fundamentos, 1993, 236; LUZÓN PEÑA, Curso, 1996, 327-328; OLAIZOLA NOGALES, El delito de cohecho, 1999, 55; CUELLO CONTRERAS, PG, 2002, 70; MUÑOZ CONDE, Teoría, 2007, 99.

⁴⁸ LUZÓN PEÑA, Curso, 1996, 327-328; OLAIZOLA NOGALES, El delito de cohecho, 1999, 55; ARÁUZ ULLOA, El delito de omisión, 2006, 125; GARCÍA-PABLOS DE MOLINA, Introducción, 2006, 174; MIR PUIG, EPCr, 1989-1990, 205 ss, sostiene que el concepto de bien jurídico *per se* no basta para decidir cuándo es necesaria su protección por el Derecho penal. No todo bien jurídico debe convertirse en un *bien jurídico-penal*. Según MIR, para que el bien jurídico pueda considerarse, además, un bien jurídico-penal, cabe exigir en él dos condiciones: suficiente *importancia social* y *necesidad de protección por el Derecho penal* (cursiva en el texto original). Dichos criterios son abordados con mayor amplitud en la obra citada. En parecidos términos, SILVA SÁNCHEZ, Aproximación, 1992, 290-291; La expansión del Derecho penal, 2001, 118; La expansión del Derecho penal, 1999, 94.

2.1) Función de límite y orientación del *ius puniendi*

Esta función (también denominada *crítica* o *de garantía*) sólo es admitida por quienes – al igual que *von LISZT*– defienden la preexistencia e independencia del bien jurídico respecto de su reconocimiento por el Derecho positivo, pues –como sugiere *LUZÓN PEÑA*– dicha función es incompatible con la utilización de un concepto meramente positivista del bien jurídico⁴⁹. En parecidos términos, *MIR* considera que se trata de una función discutible, ya que la idoneidad o no del bien jurídico como criterio limitador del *ius puniendi* depende del sentido, jurídico-positivo o no, que se le confiera a esta categoría. De esta forma, si se admite un concepto dogmático y se afirma que el bien jurídico se desprende de la ley, evidentemente dicho concepto no podrá limitar el ámbito de lo punible (ni siquiera para exigir la protección penal de aquellos bienes reconocidos por otras ramas del Derecho); en cambio, si se asume un concepto “político-criminal” sí que podrá atribuírsele al bien jurídico un claro efecto limitador^{50 51}.

Así, pues, desde esta perspectiva, el bien jurídico desempeña una importante función político criminal de límite y orientación de la potestad punitiva, al exigir la supresión de delitos que no protegen bien jurídico alguno (tal es el caso de los llamados “delitos formales” o de mera “desobediencia”) y, *contrario sensu*, la creación de nuevos tipos penales cuando hayan bienes jurídicos dignos de protección penal pero que –de *lege lata*– carecen de ella⁵².

⁴⁹ Cfr. *LUZÓN PEÑA*, Curso, 1996, 326, 328; *HASSEMER/MUÑOZ CONDE*, Introducción, 1989, 103-104.

⁵⁰ Cfr. *MIR PUIG*, en: Jescheck, Tratado, 1981, 369, encuentra más factible este segundo planteamiento por entender que ofrece un criterio material útil para la Política criminal, en un doble sentido: a) como *desideratum* dirigido al legislador (de *lege ferenda*); b) como guía material de interpretación de los tipos, que puede permitir su restricción (función de *lege lata* de la Política criminal). *Vid.* asimismo, *MIR PUIG*, Introducción, 1976, 132; *EPCr*, 1989-1990, 207.

⁵¹ Pese a la inclinación de este autor por un concepto político-criminal de bien jurídico, sostiene que éste es insuficiente por sí mismo para resolver cuándo lo que se considera bien jurídico, exige, además, una protección jurídico-penal. Esto no significa –alega– que la aproximación político-criminal del bien jurídico sea inútil, “sino sólo que no es suficiente si no va acompañada de un concepto político-criminal de *bien jurídico-penal*”. Cfr. más ampliamente, sobre la necesaria distinción entre bien jurídico y bien jurídico penal, *MIR PUIG*, *EPCr*, 1989-1990, 205 ss. Asumen esta distinción, *OCTAVIO DE TOLEDO Y UBIETO/HUERTA TOCILDO*, DP PG, 1986, 76; *SILVA SÁNCHEZ*, Aproximación, 1992, 290-291; *CARBONELL MATEU*, CuadDJ, 1994, 12; *SANTANA VEGA*, Bienes jurídicos colectivos, 2000, 41 n. 4; *PAREDES CASTAÑÓN*, *RDPCr*, 2003, 112.

⁵² Cfr. *OCTAVIO DE TOLEDO Y UBIETO*, *ADPCP*, 1991, 7; *SILVA SÁNCHEZ*, Aproximación, 1992, 285 ss; *LUZÓN PEÑA*, Curso, 1996, 328; *COBO DEL ROSAL/VIVES ANTÓN*, DP PG, 1999, 325;

Pese a la importancia que se le brinda a esta función, algún autor ha minimizado su relevancia. En este sentido, *COBO/VIVES* expresan que no debe exagerarse el acento sobre la función garantizadora del bien jurídico, pues aún en la Alemania nazi se logró llegar a un consenso doctrinal sobre el “dogma” del bien jurídico⁵³. Con esta afirmación, los autores pretenden demostrar que la admisión del bien jurídico como categoría jurídico-penal necesaria, no garantiza, en absoluto, la instauración de un sistema penal democrático y, por ende, limitador de la potestad punitiva⁵⁴.

OLAIZOLA NOGALES, El delito de cohecho, 1999, 39-41; SUÁREZ-MIRA RODRÍGUEZ, Manual, 2004, 185-186; FERNÁNDEZ, Bien jurídico, 2004, 149; ARÁUZ ULLOA, El delito de omisión, 2006, 128.

⁵³ En este sentido, MIR PUIG, Introducción, 1976, 131-132, manifiesta que el concepto de bien jurídico fue inicialmente rechazado por la Escuela de Kiel (Kielerschule), aunque posteriormente dicha categoría fue admitida pero desarrollada sobre la base de los principios autoritarios imperantes en la época. Así, pues, destaca que en 1937 y 1938, *DAHM* y *SCHAFFSTEIN* representantes de la Escuela de Kiel, aceptaron el concepto de bien jurídico después de que *SCHWINGE* y *KLEE* defendieran la compatibilidad entre el bien jurídico y el nacionalsocialismo. Por esta razón, se llegó a pensar que el hecho de que el nacionalsocialismo admitiera la categoría del bien jurídico reflejaba la ineficacia limitadora de los conceptos que de éste se manejaban. *Vid.* asimismo, ÁLVAREZ GARCÍA, CPC, 1991, 8; BUSTOS RAMÍREZ, Manual, 1994, 104 ss; FERNÁNDEZ, Bien jurídico, 2004, 31 ss; ORTEGO COSTALES, Bien jurídico, 1982, 428; OCTAVIO DE TOLEDO Y UBIETO, ADPCP, 1991, 8. Con posterioridad a la segunda guerra mundial, algunos autores como AMELUNG, retomaron el planteamiento del delito como lesión de un bien jurídico, aunque ciertamente este planteamiento sólo fue admitido parcialmente. De esta forma, merece la pena destacar parte del contenido de la exposición de motivos del Proyecto Gubernamental de Código Penal para la República Federal Alemana (1962) que establecía: “El punto de vista de que la amenaza de pena sólo está justificada cuando esté en juego la protección de un determinado bien jurídico, ni está reconocido de modo general en la dogmática jurídico penal, ni ha sido hasta ahora la pauta exclusiva de la legislación en el campo del Derecho penal. Ciertamente que las normas jurídico penales sirven muy preferentemente a para proteger bienes jurídicos; pero ello no excluye que se castiguen ciertos casos de conductas especialmente reprobables y vergonzosas según la convicción general incluso aunque el hecho concreto no lesione ningún bien jurídico directamente determinable”. *Cfr.* la cita extraída de ROXIN, Franz von LIZST y la concepción político-criminal del Proyecto Alternativo, en: Problemas básicos del Derecho penal (trad. LUZÓN PEÑA), 1976, 51 y la cita de SANTANA VEGA, Bienes jurídicos colectivos, 2000, 52-53. En el mismo sentido, ÁLVAREZ GARCÍA, CPC, 1991, 11 n. 23, cita la motivación al parágrafo 216 de dicho proyecto, el cual prescribía “(...) las normas penales sirven preferentemente para la tutela de bienes jurídicos; lo que no excluye que se amenace con penal determinados hechos particularmente reprochables desde un punto de vista ético y escandaloso según la convicción general, incluso si con el concreto hecho no resulta inmediatamente atacado bien jurídico alguno”. En contra de esta postura que asumía parcialmente la teoría del bien jurídico, ROXIN, Problemas básicos, 1976, 21, 45, aduce que en el Estado moderno, la función de la pena estatal ya no puede materializarse “en la realización de fines divinos o trascendentes de cualquier otro tipo”, por lo que –acota– “no es la reprobabilidad moral de una conducta, sino únicamente su cualidad de factor perturbador del orden pacífico externo –a cuyos elementos garantizadores se les llama bien jurídico– lo que puede acarrear la imposición de penas estatales”.

⁵⁴ COBO DEL ROSAL/VIVES ANTÓN, DP PG, 1999, 325. Adopta esta postura, SILVA SÁNCHEZ, Aproximación, 1992, 267. CUELLO CONTRERAS, PG, 2002, 51 n. 8, pone de relieve la posición AMELUNG respecto de la debilidad del concepto de bien jurídico desde sus primeras formulaciones.

2.2) Función sistemática

La función sistemática (o *clasificadora*) asignada al bien jurídico reviste especial importancia en el proceso de formación de la ley penal (sea la elaboración del Código penal o de leyes penales especiales), ya que por medio de ella se sistematizan y ordenan los delitos atendiendo a los bienes jurídicos protegidos, así p.ej: delitos contra la vida e integridad física, delitos contra el honor o delitos contra el patrimonio y contra el orden socioeconómico⁵⁵. Además, la función sistemática también puede incidir toda vez que se ha aprobado la norma penal, verbigracia, cuando se corrigen errores de ubicación de determinados preceptos cuyo bien jurídico se identifica más concretamente con otro grupo de delitos⁵⁶.

Hay quienes afirman que sistemáticamente el bien jurídico también desempeña otra función además de la expuesta con anterioridad. En tal sentido, se expresa que el bien jurídico constituye el fundamento de la infracción penal, desde el momento en que el delito es considerado como lesión o puesta en peligro de un bien jurídico⁵⁷.

Por otro lado, se ha criticado la aptitud del bien jurídico para llevar a cabo dicha función sistemática, argumentando que tal concepto es *insuficiente* para explicar todas las características de las infracciones e *innecesario* para fundamentar muchos de los delitos contenidos en las legislaciones⁵⁸. Frente a esto, *COBO/VIVES* alegan que en ningún momento se ha pretendido extraer del bien jurídico una explicación de la totalidad de las infracciones⁵⁹.

⁵⁵ Cfr. FONTÁN BALESTRA, DP, 1974, 196; SAINZ CANTERO, Lecciones, 1990, 487; JESCHECK, Tratado, 2002, 277; LANDECHO VELASCO/MOLINA BLÁZQUEZ, DP PG, 2004, 254; SUÁREZ-MIRA RODRÍGUEZ, Manual, 2004, 184-185.

⁵⁶ Así, LUZÓN PEÑA, Curso, 1997, 328-329; propone como ejemplo el delito de incendio, donde el bien jurídico afectado no es la propiedad, sino la seguridad colectiva, razón por la cual su ubicación sistemática debe estar entre los delitos de peligro para la seguridad colectiva y no bajo la rúbrica de los delitos patrimoniales; COBO DEL ROSAL/VIVES ANTÓN, DP PG, 1999, 321; POLAINO NAVARRETE, en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 188; MIR PUIG, DP PG, 2004, 169; FERNÁNDEZ, Bien jurídico, 2004, 150.

⁵⁷ Cfr. COBO DEL ROSAL/VIVES ANTÓN, DP PG, 1999, 321.

⁵⁸ JAKOBS, DP PG, 1995, 52.

⁵⁹ COBO DEL ROSAL/VIVES ANTÓN, DP PG, 1999, 324.

2.3) *Función interpretativa (exegética)*

En el ámbito de la interpretación teleológica y valorativa, el bien jurídico desempeña una importante función de orientación sobre el sentido y finalidad protectora de los tipos, de tal forma que podrá excluir de la tipicidad conductas que, aunque aparentemente encajan en la norma, en realidad no lesionan ni ponen en peligro el concreto bien jurídico protegido por la misma⁶⁰. Pero además, hay quienes –como *POLAINO*– aducen que la relevancia exegética del bien jurídico trasciende del ámbito de la interpretación de los tipos, y se ubica en el plano de las consideraciones y exigencias político-criminales. En este sentido –sostiene el autor– verificar la exégesis del bien jurídico no es sólo interpretarlo, sino también buscar en el campo de la política-criminal, en las exigencias que determinan su tutela⁶¹. Es evidente, pues, que esta última formulación de la función exegética coincide más directamente con la función de límite y orientación del *ius puniendi*.

Sin embargo, se ha llegado a negar o a relativizar esta función. Así, en el primer caso, se ha resaltado la *insuficiencia* del bien jurídico como criterio rector de la interpretación y, en el segundo, si bien se admite la insustituible función exegética del bien jurídico, se afirma que la interpretación se tiene que hacer, además, tomando en consideración otros criterios, tales como la *ratio legis* o finalidad objetiva de la norma⁶².

2.4) *Función de criterio de medición y determinación de la pena*

En atención a la gravedad o intensidad del ataque (lesión o puesta en peligro) del bien jurídico se podrá determinar –dentro de los límites de la pena tipo– la pena concreta aplicable a los intervinientes en el delito. Esta función encuentra asidero legal en el art. 66,1º CP que faculta al Juez o Tribunal a imponer la pena “en la extensión adecuada a

⁶⁰ En este sentido, SAINZ CANTERO, Lecciones, 1990, 487; LUZÓN PEÑA, Curso, 1997, 329; MIR PUIG, DP PG, 2004, 169; LANDECHO VELASCO/MOLINA BLÁZQUEZ, DP PG, 2004, 255; SUÁREZ-MIRA RODRÍGUEZ, Manual, 2004, 184. En la doctrina alemana, sobre la importancia del bien jurídico como criterio de interpretación, MEZGER, DP PG, 1955, 155; MAURACH/ZIPF, DP PG 1, 1994, 339; JESCHECK, Tratado, 2002, 277.

⁶¹ POLAINO NAVARRETE, en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 189.

⁶² Cfr. COBO DEL ROSAL/VIVES ANTÓN, DP PG, 1999, 320-321.

las circunstancias personales y a la mayor o menor gravedad del hecho”⁶³. En el ámbito de los delitos económicos, esta función cobra singular importancia dado que, las conductas delictivas lesionan o ponen en peligro un bien jurídico específico, pero además suelen tener una incidencia mediata en el concreto sector económico que forma parte de la *ratio legis* de la incriminación⁶⁴.

3. El bien jurídico en el Derecho penal económico

3.1) Consideraciones previas

Como se ha visto *grosso modo*, la teoría del bien jurídico en el Derecho penal ha sido ampliamente discutida desde distintas posiciones metodológicas y, aunque no existe consenso general sobre su conceptualización, hoy en día sigue siendo mayoritaria la posición de quienes defienden la existencia de esta categoría y su importante función de límite y orientación del *ius puniendi* del Estado^{65 66}.

⁶³ LUZÓN PEÑA, Curso, 1996, 329; OLAIZOLA NOGALES, El delito de cohecho, 1999, 42; CUELLO CONTRERAS, PG, 2002, 72; MIR PUIG, DP PG, 2004, 169; LANDECHO VELASCO/MOLINA BLÁZQUEZ, DP PG, 2004, 255; ARÁUZ ULLOA, El delito de omisión, 2006, 132.

⁶⁴ En este sentido, GRACIA MARTÍN, RDPCr, 2004, 459, entiende que el bien jurídico mediato puede constituir un criterio o factor de medición de la pena en la medida en que la afectación que la conducta típica produzca sobre el mismo, puede ser un dato a tener en cuenta para la determinación de la “gravedad del injusto” o la “gravedad del hecho” a la que se refiere el art. 66,1ª CP.

⁶⁵ Así, entre otros, TERRADILLOS BASOCO, RFDUC, 1981, 129; Función simbólica, 1991, 14; GONZÁLEZ RUS, ADPCP, 1982, 717; GÓMEZ BENÍTEZ, RFDUC, 1983, 85 ss; BUSTOS RAMÍREZ, Los bienes jurídicos colectivos, 1987, 200; Manual, 1994, 99; MIR PUIG, EPCr, 1989-1990, 205; HORMAZÁBAL MALARÉE, Bien jurídico, 1991, 71; LUZÓN PEÑA, Curso, 1996, 328; ÁLVAREZ GARCÍA, Introducción, 1999, 11; COBO DEL ROSAL/VIVES ANTÓN, DP PG, 1999, 315, 324; OLAIZOLA NOGALES, El delito de cohecho, 1999, 45; FERNÁNDEZ, Bien jurídico, 2004, 33, 149; GARCÍA-PABLOS DE MOLINA, Introducción, 2006, 174. Es preciso destacar, no obstante, que existen modernas posiciones negadoras del bien jurídico que se basan en el paradigma del funcionalismo sistémico, cuyo máximo representante es JAKOBS, quien sostiene que el discurso sobre el bien jurídico es, en realidad, “un discurso metafórico sobre la vigencia de la norma”. Para este autor, la teoría del bien jurídico tiene escaso rendimiento práctico, por lo que reemplaza este criterio por el de la protección de la *vigencia de la norma*. Para un estudio más detallado de esta teoría, *vid.* por todos, JAKOBS, Fundamentos del Derecho penal, Buenos Aires, 1996; DP PG, Madrid, 1997; ¿Qué protege el Derecho penal?, Mendoza, 2001.

⁶⁶ GARCÍA-PABLOS DE MOLINA, Introducción, 2006, 175, admite que la categoría del bien jurídico es fundamental desde un punto de vista político-criminal y dogmático; no obstante, reclama que desde un punto de vista criminológico el bien jurídico ha contribuido a la marginación de la víctima individual y a una concepción de la pena que se orienta unilateralmente a las exigencias punitivas del Estado. Señala el autor, que este fenómeno ha sido identificado por sociólogos y criminólogos y que, además, en el mundo del Derecho se percibe un proceso de *desmaterialización* o *volatilización* de la víctima, que ha desaparecido por completo detrás de la categoría abstracta del bien jurídico (cursiva en el original). En parecidos términos, ESER, ADPCP, 1996, 1023, matiza esta posición al sostener que, en realidad, el

Pues bien, si en el planteamiento general de la teoría del bien jurídico existen notables divergencias, en el plano del Derecho penal económico tampoco existe unanimidad en cuanto al contenido y significado de los distintos conceptos⁶⁷, ya que la doctrina especializada maneja diversas nociones de bien jurídico, lo que incide directamente en otros aspectos de relevante importancia como, por ejemplo, la técnica de tipificación de las concretas figuras delictivas en la delincuencia económica, las conductas típicas, el resultado del tipo o el *iter criminis*. De igual forma, se plantea en este ámbito la necesidad de precisar la magnitud del daño ocasionado en cada comportamiento, con el objetivo de delimitar la frontera entre Derecho penal y Derecho administrativo sancionador⁶⁸.

Así, pues, esta variedad de criterios en torno al bien jurídico en el Derecho penal económico hace perentoria la necesidad de exponer las distintas categorías formuladas por la doctrina⁶⁹, para luego tomar posición por la que consideramos más acertada a los efectos de una correcta interpretación de cuál ha de ser el objeto de protección en las operaciones con información privilegiada en el mercado de valores. Otra de las razones –a parte de las cuestiones técnicas apuntadas– que nos motivan a realizar este breve planteamiento, es la notable confusión que existe a la hora de identificar el bien jurídico protegido en el *insider trading*, lo que quizá se deba a la ausencia –en la inmensa mayoría de trabajos sobre esta materia– de una exposición clara acerca de la

concepto de bien jurídico no ocasiona el abandono de la víctima sino que –como categoría abstracta o formal- expresa o exterioriza la *neutralización* de la víctima, que se ha producido por otras razones (cursiva en el original). CUELLO CONTRERAS, PG, 2002, 53, expone ampliamente el planteamiento de ESER.

⁶⁷ PEDRAZZI, El bien jurídico en los delitos económicos, 1985, 282, advertía hace ya algunos años que el Derecho penal económico probablemente constituye uno de los sectores de la parte especial en el que la utilización del concepto de bien jurídico es “más ardua y problemática: en el que los objetos merecedores de tutela son más difíciles de aislar y recortar”.

⁶⁸ En tal sentido, RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 323, pone de manifiesto el dilema que se presenta cuando existen conductas con una doble regulación, administrativa y penal. Así, pues, si el bien jurídico es único –sostiene- optar una forma de incriminación u otra será sólo un problema de valoración sobre la gravedad del ataque, o, quizá, un problema de “velocidad”; por el contrario, si estamos frente a bienes jurídicos diferentes, sólo se puede negar la intervención penal cuando no exista bien jurídico merecedor de tal protección.

⁶⁹ Es preciso advertir que la clasificación que aquí se expone no es exclusiva del Derecho penal económico, sino que es aplicada en general a categorías delictivas que protegen “nuevos intereses”, distintos a los tradicionalmente tutelados en el Derecho penal clásico. En este sentido, RODRÍGUEZ MONTAÑÉS, Delitos de peligro, 1994, 299; PAREDES CASTAÑÓN, RDPCr, 2003, 128.

problemática del bien jurídico en el Derecho penal económico. Además, otro argumento válido para adoptar esta metodología es la consideración del uso de información privilegiada bursátil como un genuino delito económico *strictu sensu*⁷⁰.

Aunado a estas consideraciones, veremos que la doctrina invoca toda una variedad de criterios que en realidad hacen más compleja la labor de análisis, sistematización y determinación del objeto de protección penal en las operaciones de iniciados.

Sentado esto, nos limitaremos, pues, a realizar una exposición sucinta, ya que el análisis minucioso de las distintas categorías de bienes jurídicos en la delincuencia económica supondría la realización de un estudio más extenso y detallado que se alejaría del objeto de esta investigación.

3.2) *La distinción entre bien jurídico inmediato y bien jurídico mediato*

La noción de bien jurídico inmediato, denominado asimismo como bien directamente tutelado o bien jurídico específico, alude al elemento básico e imprescindible en todo tipo penal, esto es, al bien jurídico protegido en sentido técnico^{71 72}. Así, pues, el bien

⁷⁰ Así, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE PG, 2007, 133, sostiene, sin embargo, que la pertenencia de este delito al grupo de los delitos económicos en sentido estricto es una cuestión opinable, ya que si bien puede admitirse que afectan al orden económico concebido como regulación jurídica de la participación del Estado en la economía, habría que efectuar la salvedad de que en puridad de principios se trata de un delito que no vulnera directamente intereses económicos públicos. En el mismo sentido, BAJO FERNÁNDEZ/SUÁREZ GONZÁLEZ, Delitos patrimoniales y económicos, 1993, 563, clasifican el *insider trading*, concebido como delito contra la libertad de competencia, dentro de la categoría de delito económico en sentido estricto.

⁷¹ En este sentido, es conocida la afirmación de que no existen o no deben existir tipos penales desprovistos de bien jurídico, lo que viene a rechazar los denominados "*rechtsgutslosen*" *Delikten* (delitos privados de bien jurídico). Así, RODRÍGUEZ MOURULLO, DP PG, 1978, 52, 276; JESCHECK, Tratado, 1981, 352; Tratado, 2002, 276; ORTEGO COSTALES, Bien jurídico, 1982, 427 ss; HASSEMER/MUÑOZ CONDE, Introducción, 1989, 105; CARBONELL MATEU, citando a PULITANO, en: CuadDJ, 1994, 13; MATA Y MARTÍN, Bienes jurídicos intermedios, 1997, 1; ARROYO ZAPATERO, RP, 1998, 1; BACIGALUPO, Principios, 1998, 139; POLAINO NAVARRETE, en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 183; SUÁREZ-MIRA RODRÍGUEZ, Manual, 2004, 184; STRATENWERTH, DP PG, 2005, 55; ARÁUZ ULLOA, El delito de omisión, 2006, 133; QUINTANAR DÍEZ, CPC, 2006, 159; COBO DEL ROSAL/VIVES ANTÓN, DP PG, 1999, 316, señalan que es a través del principio de exclusiva protección de bienes jurídicos que se puede expresar el dogma *nullum crimen sine iniuria*, esto es, que todo delito comporta, necesariamente, una lesión u ofensa a un bien jurídico determinado, por lo que es impensable la existencia de un delito sin esta característica. Merece la pena destacar que, en España, la jurisprudencia ha realizado un significativo aporte al estimar –aunque no directamente– que la protección de un bien jurídico es un requisito indispensable para la intervención penal. Por su parte, RODRÍGUEZ DEVESA, DPE PG, 1976, 273, 359-360; RODRÍGUEZ DEVESA/SERRANO GÓMEZ, DP PG, 1995, 425, 426, alega lo insostenible de defender que todo delito comportara la lesión o puesta en peligro de un bien jurídico, ya que en numerosos tipos no se precisaba la

jurídico inmediato es aquel que aparece incorporado implícitamente en la parte objetiva de cualquier tipo y, por tanto, su vulneración (lesión o puesta en peligro) debe ser abarcada por el dolo⁷³. El bien jurídico inmediato tendrá que ser siempre un auténtico bien jurídico-penal y podrá ser de naturaleza individual o supraindividual.

Por el contrario, la categoría de bien jurídico mediato posee una significación distinta, vinculada al más amplio concepto de *ratio legis* o “finalidad objetiva de la norma”, por medio de la cual se expresan las razones o motivos que llevaron al legislador penal a incriminar determinadas conductas. Desde esta perspectiva, *ratio legis* y bien jurídico no son conceptos equivalentes, pues la finalidad última perseguida por el legislador al incriminar determinado comportamiento no tiene necesariamente que coincidir con la protección penal otorgada a un determinado bien jurídico⁷⁴. La *ratio legis* puede servir como criterio de referencia al momento de determinar cuál es el bien jurídico específico de la concreta figura delictiva, pero esto no es óbice para mantener las diferencias entre

conurrencia, ni por tanto la demostración, de que se había producido tal lesión o puesta en peligro. Así ocurre –según el autor- en los delitos de mera actividad y en los delitos de omisión pura. Por esta razón, concibe el delito como toda *infracción de un deber*. En parecidos términos, HEFENDEHL, *Anales*, 2001, 157, admite –con restricciones- la posibilidad de que ciertos tipos carezcan de un bien jurídico protegido, lo que sucede, a su juicio, en aquellos casos en los que el legislador criminaliza conductas contrarias a bases culturales profundamente enraizadas conciliables con el orden constitucional del Estado; ÁLVAREZ GARCÍA, CPC, 1991, 7 n. 6, sostiene que la mayoría de penalistas italianos (entre otros, ROCCO, ANTOLISEI, CARMINAGNI, GIULIANI, PUCCIONI, CARRARA, PAOLI, TOLOMEI, STOOS) del siglo XIX, entendían que, en ocasiones, y en determinado tipo de normas, podía faltar un interés protegido, lo cual no impedía considerar una conducta como delictiva. Esta postura es criticada por RODRÍGUEZ MOURULLO, DP PG, 1978, 278, por entender que se corre el riesgo de acabar en un verdadero proceso de formalización del Derecho penal; ORTEGO COSTALES, Bien jurídico, 1982, 429, cuestiona lo que él mismo tilda de “incuestionable”, esto es, que ni siquiera los delitos de simple actividad ni los de omisión pura carecen de bien jurídico.

⁷² Vid. al respecto, la STC núm. 11/1981 de 8 abril (RTC 1981/11) y STC núm. 62/1982 de 15 octubre (RTC 1982/62). La lectura que de estas resoluciones ofrecen COBO/VIVES, es que desde el punto de vista constitucional está proscrito el castigo de conductas inocuas, meramente inmorales o que no lesionen bienes tutelados constitucionalmente. Así tb., ZUGALDÍA ESPINAR, *Fundamentos*, 1993, 234.

⁷³ En contra, GRACIA MARTÍN, RDPCr, 2004, 459, sostiene que el bien jurídico inmediato no es un elemento del tipo de injusto y, en consecuencia, no tiene que ser abarcado por el dolo. Para este autor, admitir lo contrario implicaría la necesidad de tener que formular una “teoría del error sobre el bien jurídico” y, además, obligaría a reconocer que la conciencia del injusto material del hecho es un elemento del dolo. Por las razones apuntadas, entiende que lo correcto es entender que el bien jurídico es una “referencia externa y antepuesta al tipo de lo injusto y que lo que sí pertenece a éste es el denominado <<objeto material>> en que encarna el bien jurídico y que representa a éste o a alguna de sus dimensiones”.

⁷⁴ Así, JESCHECK, *Tratado*, 2002, 275; POLAINO NAVARRETE, en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 189; SUÁREZ-MIRA RODRÍGUEZ, *Manual*, 2004, 184, aunque no distinguen directamente entre bien jurídico mediato e inmediato, advierten que el concepto de bien jurídico no debe ser equiparado con la *ratio legis*. Asume la categoría del bien jurídico mediato en el ámbito del fraude de subvenciones, CATALÁN SENDER, *El delito de fraude*, 1999, 307.

una y otra categoría. Es más, la finalidad objetiva de la norma –como apuntan *COBO/VIVES*– puede verse ya satisfecha desde la previsión legislativa, mientras que el bien jurídico protegido en sentido técnico siempre ha de resultar lesionado o, en su caso, puesto en peligro por la ejecución del delito⁷⁵.

En consecuencia, la vulneración del bien jurídico mediato no aparece incorporada al tipo de injusto y, por tanto, el intérprete no tiene por qué acreditar que en el caso concreto se ha producido una lesión o puesta en peligro de dicho bien, ni debe exigir que éste sea abarcado por el dolo o la imprudencia. En definitiva, aún admitiendo que el bien jurídico mediato puede desempeñar alguna función a la hora de interpretar las normas penales, ésta será tangencial o secundaria, pues se limitaría a servir de criterio auxiliar en la interpretación teleológica del bien jurídico protegido⁷⁶.

Esta diferenciación entre bien jurídico mediato e inmediato ha sido calificada de ociosa. En este sentido, hay quienes pese a admitir que tal distinción es perfectamente posible en un plano conceptual, niegan su utilidad u operatividad⁷⁷. Por el contrario, hay autores que brindan especial relevancia a la noción de bien jurídico mediato, alegando que su utilidad se hace patente principalmente en ciertos delitos económicos, donde es factible identificar un bien jurídico inmediato (que por lo general tendrá naturaleza individual, aunque nada obsta que sea de naturaleza supraindividual) y un bien mediato (de naturaleza supraindividual)⁷⁸. Siguiendo este planteamiento, se le asignan al bien

⁷⁵ COBO DEL ROSAL/VIVES ANTÓN, DP PG, 1999, 320-321. En la doctrina española, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE PG, 2007, 159, asume esta distinción pero propone identificar la *ratio legis* con lo que él denomina bien jurídico mediato.

⁷⁶ Así, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE PG, 2007, 161. En parecidos términos, PAREDES CASTAÑÓN, RDPCr, 2003, 148 y n. 170, quien al exponer los criterios a tener en cuenta en el proceso legislativo de creación de tipos penales y su justificación, llega a la conclusión de que dicho proceso constituye un instrumento imprescindible tanto para cualquier reforma legislativa que pretenda ser racional como para la posterior labor de “interpretación dogmática” de las normas penales que resulten aprobadas.

⁷⁷ Así, MAYO CALDERÓN, La tutela de un bien jurídico colectivo, 2005, 14, califica de confusa y perturbadora la noción de bien jurídico mediato.

⁷⁸ Como ejemplo de bien jurídico inmediato de naturaleza supraindividual, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE PG, 2007, 161-162, propone el delito de defraudación tributaria del art. 305 CP en donde identifica como bien jurídico inmediato representante (auténtico bien jurídico-penal) al “patrimonio del erario”, considerado como criterio fundamental para legitimar la intervención penal y para perfilar la estructura dogmática del tipo, que evidentemente presenta la estructura de un tipo de lesión. Por su parte –sostiene el bien jurídico mediato, identificado con las funciones que cumple el sistema tributario, permitirá ofrecer

jurídico mediato tres funciones básicas, a saber: a) una importante función en el plano de lo que algunos autores denominan “lesividad abstracta”, es decir, en el discurso sobre la legitimidad de la intervención del Derecho penal; b) su especial relevancia en el ámbito de la función sistemática, ya que sirve para clasificar y sistematizar los grupos de delitos y; c) la incidencia de dicha categoría en la función de criterio de medición o determinación de la pena, esto es, para determinar la gravedad del injusto y así aplicar una sanción más severa cuando la conducta produzca efectos mediatos sobre un interés jurídico adicional al directamente tutelado.

Con base a estas importantes funciones atribuidas al bien jurídico mediato, *MARTÍNEZ-BUJÁN* insiste en la necesidad de distinguirlo del bien jurídico inmediato, máxime en el ámbito de los delitos socioeconómicos donde es habitual apreciar un bien jurídico inmediato (bien en sentido técnico) y un bien jurídico mediato. Por esta razón –expresa– hay que tener en cuenta que la relevancia del bien jurídico mediato se deriva del hecho de que en el campo de los delitos económicos *lato sensu* algunos tipos que protegen directamente un bien patrimonial individual encuentran acomodo en esta categoría precisamente por su proyección mediata sobre el orden económico^{79 80}.

una explicación del significado y de las repercusiones que llevaría aparejada una conducta lesiva para la recaudación tributaria.

⁷⁹ *MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ*, DPE PG, 2007, 163, advierte la inseguridad que prevalece en la doctrina y la jurisprudencia a la hora de establecer en ciertos tipos cuál es el bien jurídico mediato e inmediato. Comenta, además, que tal distinción se complica aún más si se toma en cuenta que, si bien el bien jurídico mediato siempre será de naturaleza supraindividual en el ámbito de los delitos socioeconómicos, el bien jurídico inmediato podrá ser individual o supraindividual. Al analizar los delitos socioeconómicos en el Derecho español, el autor sostiene que es posible incluir dentro de esta categoría delitos que pese a afectar directamente un bien jurídico de naturaleza patrimonial individual, tienen una proyección mediata sobre un interés supraindividual, verbigracia, los delitos relativos a la propiedad industrial, delitos referidos a los secretos empresariales o el delito societario de administración fraudulenta. Pero, también considera factible apreciar delitos en los que se protege directamente un bien jurídico supraindividual y, a la vez, un bien jurídico mediato distinto del primero, tal es el caso del delito de defraudación tributaria. Asume este planteamiento, *GALLEGO SOLER*, Responsabilidad penal, 2002, 50 ss.

⁸⁰ En este sentido se han pronunciado, *BAJO FERNÁNDEZ/SUÁREZ GONZÁLEZ*, Delitos patrimoniales y económicos, 1993, 563-564, quienes proponen como ejemplos de delitos que tutelan bienes jurídicos de naturaleza patrimonial individual con proyección mediata sobre el orden económico en sentido amplio, los delitos de insolvencia, la competencia ilícita, la usura, la estafa, los fraudes alimentarios, delitos laborales, delitos societarios entre otros.

3.3) *Las diversas caracterizaciones de los bienes jurídicos en el Derecho penal económico:*

3.3.1) Los bienes individuales y bienes *supraindividuales* o *colectivos*; bienes sociales generales y bienes sectoriales difusos

Los bienes jurídicos individuales (llamados también *personales*) son aquellos que tienen como titular al sujeto individualmente considerado. Es la categoría tradicional dentro del sistema de protección penal (p. ej: delitos contra la vida, la salud, la libertad, el patrimonio, etc). Esta noción se opone a la de bienes jurídicos colectivos (también denominados *supraindividuales*, *suprapersonales* o *universales*), cuya titularidad es compartida por el conjunto de la sociedad⁸¹. La distinción entre ambas categorías tiene especial importancia en el ámbito de la admisibilidad de la legítima defensa, la eficacia del consentimiento de los sujetos afectados por el hecho y en la determinación del “ofendido” que, a efectos procesales, dependerá de quién sea el titular del bien jurídico protegido⁸².

⁸¹ Vid. RODRÍGUEZ MOURULLO, DP PG, 1978, 278; CARBONELL MATEU, CuadDJ, 1994, 11, 17; ESER, ADPCP, 1996, 1040, 1045; CUELLO CONTRERAS, PG, 2002, 49, 52; JESCHECK, Tratado, 2002, 277; LANDECHO VELASCO/MOLINA BLÁZQUEZ, DP PG, 2004, 253; SUÁREZ-MIRA RODRÍGUEZ, Manual, 2004, 184; COBO DEL ROSAL/VIVES ANTÓN, DP PG, 1999, 318-319, avalan la existencia de auténticos bienes jurídicos colectivos, independientes de los bienes de naturaleza individual; BUSTOS RAMÍREZ, Los bienes jurídicos colectivos, 1987, 195-197, 199, sostiene que los bienes jurídicos supraindividuales no deben ser entendidos como categoría que está por encima del individuo o más allá de él, pues dichos intereses están en función de cada sujeto. Con el término colectivo se pretende excluir la discriminación, el beneficio unilateral, la parcialidad en la protección, pero en ningún caso implica la existencia de una razón superior al individuo al cual éste quede sometido. Así, pues, los bienes jurídicos colectivos aparecen como *complementarios*, desde una perspectiva material, de los llamados bienes jurídicos individuales (que constituyen las bases de subsistencia del sistema y que se refieren directamente a la persona, al individuo, teniendo por ello un carácter microsociales). De esta manera, el autor asume una concepción *personalista* del bien jurídico; TIEDEMANN, Poder Económico, 1985, 12, entiende que los bienes jurídicos colectivos o supraindividuales, por necesidad conceptual, trascienden a los bienes jurídicos individuales. Sobre las teorías monistas y dualistas que abordan el problema de la distinción entre bienes individuales y colectivos, *vid.* ampliamente, HASSEMER/MUÑOZ CONDE, Introducción, 1989, 107 ss; SANTANA VEGA, Bienes jurídicos colectivos, 2000, 84 ss; MUÑOZ CONDE/GARCÍA ARÁN, DP PG, 2004, 59.

⁸² Cfr. TIEDEMANN, Poder Económico, 1985, 13; HASSEMER/MUÑOZ CONDE, Introducción, 1989, 107; RODRÍGUEZ DEVESA/SERRANO GÓMEZ, DP PG, 1995, 398; COBO DEL ROSAL/VIVES ANTÓN, DP PG, 1999, 318-319; HEFENDEHL, Anales, 2001, 154; RECPCr, 2002, 9; JESCHECK, Tratado, 2002, 277; CUELLO CONTRERAS, PG, 2002, 50; CATRO CUENCA, Delitos contra la colectividad, 2006, 215 ss; ARÁUZ ULLOA, El delito de omisión, 2006, 134.

Un sector doctrinal sostiene que los intereses colectivos o supraindividuales no siempre fueron abarcados por el concepto de bien jurídico, ya que –en sus primeras formulaciones– el Estado liberal democrático puso el acento en los bienes jurídicos que giran en torno a la persona. En este sentido, se argumenta que el origen individualista del bien jurídico era incapaz de sustentar la intervención del Estado en la protección de bienes de naturaleza supraindividual. No obstante, lo cierto es que los Códigos penales del siglo XIX reconocían la existencia de bienes jurídicos de diferente naturaleza, tales como la fe pública, la administración de justicia o la seguridad del Estado⁸³. En realidad –sostiene BUSTOS– no es que la concepción liberal democrática negara la existencia de bienes jurídicos supraindividuales, sino que al concebirse el Estado con una función de guardián, no se visualizaba la necesidad de intervenir en las disfunciones de los procesos sociales y económicos, por lo que –desde esta perspectiva– regía una concepción sumamente limitada del bien jurídico. Esta visión, no obstante, dio un giro relevante con la instauración del Estado intervencionista, social y democrático de Derecho, donde surgió la necesidad de brindar protección a un sector de mayor amplitud que el puramente individual, circunscrito al ámbito socioeconómico^{84 85}.

⁸³ CATRO CUENCA, Delitos contra la colectividad, 2006, 203, 207, señala que los bienes jurídicos colectivos han existido desde el nacimiento mismo del concepto de bien jurídico; así tb., ARROYO ZAPATERO, RP, 1998, 2, entiende que la protección de bienes jurídicos colectivos no es nada nuevo para el Derecho penal, pues esta clase de bienes surgen desde la propia formulación de BIRBAUM; OLAIZOLA NOGALES, El delito de cohecho, 1999, 58.

⁸⁴ Vid. ampliamente, BUSTOS RAMÍREZ, Los bienes jurídicos colectivos, 1987, 189; JORI TOLOSA, CuadDJ, 1994, 96; MATA Y MARTÍN, Bienes jurídicos intermedios, 1997, 2; OLAIZOLA NOGALES, El delito de cohecho, 1999, 58.

⁸⁵ La admisión de bienes jurídicos supraindividuales en el Derecho penal moderno ha incidido en la idea de que el viejo concepto de bien jurídico se ha *desmaterializado* como consecuencia de un proceso de *universalización* del mismo, que se observa precisamente por la aparición de nuevos intereses supraindividuales en el ámbito de la economía, el medio ambiente, el tráfico vial, etc. Vid. al respecto, HIRSCH, Modernas tendencias, 2001, 371 ss; GARCÍA-PABLOS DE MOLINA, Introducción, 2006, 176-178, sugiere que el no admitir la existencia de bienes supraindividuales merecedores de protección penal, implicaría la instauración de un Derecho penal perverso; MAYO CALDERÓN, La tutela de un bien jurídico colectivo, 2005, 38, alega que la protección de bienes jurídicos colectivos es fundamental en la sociedad actual, pero que exigen una correcta delimitación. Sobre las críticas y objeciones a la protección penal de bienes jurídicos supraindividuales o colectivos, vid. HASSEMER, Doctrina penal, 1989, 279 ss; MATA Y MARTÍN, Bienes jurídicos intermedios, 35 ss; BUSTOS RAMÍREZ, Los bienes jurídicos colectivos, 1987, 194 ss, manifiesta que una de las críticas que se hacen a los bienes colectivos es su aparente incapacidad para ofrecer una base material precisa al ilícito penal; sin embargo, niega que sea éste el verdadero problema pues en el Derecho penal tradicional existen bienes jurídicos análogos, verbigracia, la fe pública, la administración de justicia o la seguridad interior o exterior del Estado. En realidad –sostiene–, el problema radica en determinar si los bienes jurídicos colectivos restan toda precisión al objeto de protección, pero, además, esta categoría es cuestionada por asociarla inevitablemente a los delitos de peligro abstracto. Frente a estos señalamientos, el autor sí admite la falta de precisión a que pueden conducir los bienes colectivos, pero alega que estos bienes pueden protegerse por la vía de los delitos de lesión o de peligro concreto; PORTILLA CONTRERAS, CPC, 1989, 737 ss,

Con todo, en la actualidad, la doctrina dominante ha concedido un amplio reconocimiento a la protección de los llamados bienes jurídicos supraindividuales, aunque el uso de esta terminología ha sido objeto de críticas por considerarla carente de la precisión deseable; sin embargo, dicho concepto es utilizado para designar el bien jurídico en un sentido más genérico y elemental, descrito por la doctrina, para referirse a un bien jurídico que no es de naturaleza individual. Se trata, pues, de una noción puramente negativa. Por esta razón, se ha propuesto el uso de otra terminología como sinónimo de “bien supraindividual”, se recurre, pues, al concepto de “bien jurídico colectivo”⁸⁶.

señala que las objeciones a la protección de bienes jurídicos colectivos se basan fundamentalmente: a) en la afirmación de que tales bienes favorecen la creación de delitos de peligro abstracto y, b) que infringen el principio de intervención mínima y se incurre en una función promocional cuando se les brinda protección penal. Pese a estas objeciones, el autor avala la protección de los bienes jurídicos colectivos, ya que en caso contrario cree que se incurriría en el excesivo arraigo de una concepción liberal, opuesta a las modernas corrientes neoliberales que admiten el protagonismo del Estado en muchas áreas sociales; PAREDES CASTAÑÓN, RDPCr, 2003, 129 n. 98, argumenta –frente a quienes cuestionan la legitimidad de los bienes jurídicos supraindividuales- que no hay razón alguna para defender una concepción tan restrictiva del Derecho penal, salvo desde posiciones políticas eminentemente neoliberales que, además de ser discutibles, resultan de difícil acomodo en la escala axiológica del ordenamiento jurídico español. Con todo, este autor admite que probablemente la preocupación de los defensores de estas posiciones restrictivas de los bienes jurídicos defendibles, esté basada en los efectos negativos que la introducción desmedida de bienes jurídicos supraindividuales suponen para las garantías sustantivas y procesales tradicionalmente aplicadas en los sistemas penales democráticos. En definitiva, PAREDES considera que cualquier objeto es susceptible de convertirse en bien jurídico-penal siempre que se cumplan las siguientes condiciones: su vinculación a necesidades sociales, justificación moral e instrumental, efecto comunicativo de relevancia sistémica y respeto al principio de subsidiariedad. Tomando en cuenta estas consideraciones, el autor defiende que también los intereses supraindividuales o de titularidad difusa pueden entrar en el ámbito del Derecho penal, pero advierte que eso no significa que cualquier definición de los mismos sirva como substrato para la intervención penal; OLAIZOLA NOGALES, El delito de cohecho, 1999, 58, advierte que el problema es que los bienes jurídicos supraindividuales suelen definirse con fórmulas vagas e imprecisas, verbigracia, economía nacional, desarrollo económico, créditos del Estado, etc, fórmulas éstas que identifica con conceptos formales de bien jurídico; CUELLO CONTRERAS, PG, 2002, 79, alega que la tutela de estos bienes debe encomendarse al Derecho administrativo sancionador.

⁸⁶ Así, BUSTOS RAMÍREZ, Los bienes jurídicos colectivos, 1987, 188, 190, 194; PORTILLA CONTRERAS, CPC, 1989, 736 ss; GONZÁLEZ CUSSAC, CPC, 1989, 141; DP PE, 1996, 479; COBO DEL ROSAL/VIVES ANTÓN, DP PG, 1999, 318-319; MAYO CALDERÓN, La tutela de un bien jurídico colectivo, 2005, 36 n. 138, 44 n. 175, 67; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE PG, 2007, 165; OLAIZOLA NOGALES, El delito de cohecho, 1999, 56 n. 52, prefiere la nomenclatura de bien jurídico supraindividual y no la de bien jurídico colectivo, por considerar que es la más extendida en la doctrina; MATA Y MARTÍN, Bienes jurídicos intermedios, 1997, 11, utiliza la terminología “bien jurídico colectivo o suprapersonal”; MUÑOZ CONDE/GARCÍA ARÁN, DP PG, 2004, 59 ss, se refieren indistintamente a bienes jurídicos colectivos, sociales, universales o supraindividuales; TIEDEMANN, Poder Económico, 1985, 12; Lecciones, 1993, 34 ss, utiliza indistintamente el término bien jurídico supraindividual o colectivo; SOTO NAVARRO, La protección penal de los bienes colectivos, 2003, 193, aunque considera que la opción por uno u otro término carece de relevancia prefiere la denominación de bienes jurídicos colectivos por entender que es la más correcta.

Siguiendo la clasificación propuesta por *MARTÍNEZ-BUJÁN*, se hace necesario efectuar una subdivisión –con ulteriores explicaciones en torno a la terminología adoptada– dentro de los llamados bienes jurídicos supraindividuales o colectivos, habida cuenta de que ni la doctrina ni la jurisprudencia han logrado llegar a un consenso sobre el significado de las distintas categorías. Así, pues, dentro de los bienes jurídicos colectivos cabe apreciar, por un lado, los *bienes jurídicos sociales generales* que se caracterizan por su pertenencia a la totalidad de las personas que integran la comunidad y; por otro, los denominados *bienes jurídicos difusos* que a diferencia de los anteriores no son bienes que afectan a la generalidad de las personas, sino sólo a un determinado grupo o sector más o menos amplio de individuos⁸⁷. En el ámbito de la delincuencia económica es muy frecuente encontrar tipos penales que pueden encajar en una u otra categoría. Se ha advertido que la distinción propuesta no es en absoluto ociosa si se tiene en cuenta el divorcio conceptual en torno a dichas nociones⁸⁸.

⁸⁷ Asumen esta clasificación, LANDECHO VELASCO/MOLINA BLÁZQUEZ, DP PG, 2004, 253; PEDRAZZI, El bien jurídico en los delitos económicos, 1985, 283, distingue entre “intereses difusos” e “intereses colectivos”; RODRÍGUEZ DEVESA/SERRANO GÓMEZ, DP PG, 1995, 398, hablan de la existencia de intereses difusos de una colectividad; DOVAL PAIS, Leyes en blanco, 1999, 108. Según MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE PG, 2007, 165, hay quienes identifican la categoría de bienes jurídicos colectivos con la de bienes sociales generales, pero niega esta pretendida sinonimia, aduciendo que, conforme al DRAE, el adjetivo “colectivo” no autoriza a realizar dicha identificación. Así mismo, advierte que un sector de la doctrina utiliza estas nociones en un sentido completamente distinto al manejado por él, en la medida en que se basan en otro criterio, esto es, el de que el bien jurídico de que se trate se configure, o no, como un mero instrumento para la protección de bienes jurídicos individuales: en el primer supuesto se propone la denominación de bienes colectivos (a los que también se adjetiva de intermedios); en el segundo caso se utiliza la expresión de bienes supraindividuales. *Vid.* al respecto, MATA Y MARTÍN, Bienes jurídicos intermedios, 1997, 22 ss; CEREZO MIR, 2002, 56 ss; BUSTOS RAMÍREZ, Los bienes jurídicos colectivos, 1987, 199, distingue entre bienes jurídicos institucionales, colectivos y de control. Los primeros están referidos a aquellas instituciones básicas para el funcionamiento del sistema (delitos contra la Administración de justicia, contra la fe pública, contra la seguridad en el tráfico, etc); los bienes jurídicos colectivos, en cambio, están referidos a la satisfacción de necesidades de carácter social y económico, están en relación con la participación de todos en el proceso económico-social y; por último, los bienes jurídicos de control se refieren a la organización del aparato estatal, para que éste pueda cumplir sus funciones (delitos contra la autoridad, delitos contra la seguridad interior y exterior, etc). Pero, en cualquier caso, el elemento común a esta clasificación es la naturaleza supraindividual de los bienes. RODRÍGUEZ MOURULLO DP PG, 1978, 278, distingue entre bienes *individuales* (vida, libertad, etc), *sociales* (seguridad general, pudor colectivo, etc) y *públicos* (intereses del Estado).

⁸⁸ MIR PUIG, DP PG, 2004, 167; EPCr, 1989-1990, 208, identifica los intereses colectivos o sociales con los llamados “intereses difusos”; CARBONELL MATEU, CuadDJ, 1994, 12, sustituye la expresión de intereses difusos por la de intereses de titularidad supraindividual o colectiva; TERRADILLOS BASOCO, Derecho penal de la empresa, 1995, 46, se refiere indistintamente a bienes de carácter social, colectivo, supraindividual o difuso; así tb., GÓMEZ INIESTA, La utilización de información privilegiada, 1997, 410; PORTILLA CONTRERAS, CPC, 1989, 739, parece encuadrar los bienes jurídicos colectivos en lo que denomina “teoría de los bienes difusos”; MORALES PRATS, CuadDJ, 1994, 76, sostiene que cuando los penalistas se refieren a esta categoría, lo hacen pensando en nuevos intereses colectivos, en intereses de la mayoría de la población, caracterizados por las siguientes notas, a saber: a) las técnicas de tutelas tradicionales no son operativas en este ámbito, b) su protección requiere de un complejo entramado institucional de organización y control, c) los focos de peligro para los mismos emergen usualmente de

El concepto de intereses difusos fue acuñado en la doctrina italiana por *SGUBBI* para referirse a nuevos intereses que, si bien no son individuales, tampoco merecían la consideración de intereses sociales generales. En este sentido, *TORÍO* entiende que los intereses sociales generales son intereses de *todos*, mientras que el interés difuso es un interés sectorial, de modo que, puede considerarse característico de grupos extraordinariamente amplios de sujetos, pero carente de un radio ilimitado de expansión⁸⁹.

La doctrina española ha venido utilizando la expresión “intereses difusos” como traducción de la traducción italiana “*interessi diffusi*”; no obstante, dicha traducción ha sido considerada incorrecta por algunos autores como *SOTO*, quien propone como alternativa la expresión “intereses difundidos”⁹⁰. Dada las distintas acepciones que se manejan en torno a esta noción, se ha sugerido mantener la sinonimia entre intereses difusos y sectoriales, en el mismo sentido apuntado por *TORÍO*, lo que a su vez

actividades socialmente necesarias y d) la vulneración de estos intereses es concebida como una disfuncionalidad del sistema; JORI TOLOSA, CuadDJ, 1994, 95 ss, entiende que la “difusividad” del término se refiere a su titularidad, más que a su naturaleza y contenido; así, pues, cada uno es el titular de su derecho a la vida, a la integridad corporal, a la libertad ambulatoria, pero es una colectividad –por trascender al ámbito meramente individual- la titular del derecho a la seguridad laboral, a la salud pública, a un medio ambiente sano, ya que se trata de bienes jurídicos de sujeto múltiple, bienes de los que nadie puede disponer individualmente de manera que afecte la disposición de otro.

⁸⁹ TORÍO LÓPEZ, Reflexiones, 1994, 143. En parecidos términos, MATA Y MARTÍN, Bienes jurídicos intermedios, 1997, 14, entiende que la noción de intereses difusos presenta una perspectiva sectorial –no general-, con un intrínseco sentido dialéctico entre grupos sociales.

⁹⁰ Cfr. SOTO NAVARRO, La protección penal de los bienes colectivos, 2003, 194; BUSTOS RAMÍREZ, Los bienes jurídicos colectivos, 1987, 188, habla de “intereses difundidos” para referirse a un interés propagado nivel masivo en ciertos sectores de la sociedad. Por su parte, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE PG, 2007, 167, explica las razones gramaticales por las que no está de acuerdo con esta traducción. Así, pues, argumenta que según el Diccionario de la RAE, el vocablo difuso es un participio irregular del verbo difundir, por lo que éste posee el mismo significado que cabe atribuir al participio regular difundido (esto es, como “ancho, dilatado”, según la 1ª acepción), aunque también haya adquirido un segundo significado, autónomo, esto es, “vago, impreciso” en su 3ª acepción. El autor llama la atención en que SOTO (La protección de los bienes jurídicos colectivos, 2003, 194 n. 8) termina aceptando la traducción como *intereses colectivos*, sobre la base de afirmar que el propio SGUBBI utilizó también esta expresión para designar tales intereses una vez que han obtenido reconocimiento normativo (reservando la palabra *diffusi* para referirse a su origen fáctico) y sobre la base de entender, además, que el adjetivo “*colectivos*” denota en la lengua española la cualidad de “perteneciente o relativo a cualquier agrupación de individuos”. De este modo –señala críticamente- SOTO reconoce implícitamente que el vocablo *colectivos* abarca, así mismo, los intereses difusos, lo cual resulta contradictorio con lo afirmado por la autora y con la crítica que efectúa a quienes, como SÁNCHEZ GARCÍA, CORCOY o él mismo, incluyen en la categoría de bienes jurídicos colectivos ciertos intereses que no se atribuyen a todos los integrantes de la sociedad, sino sólo a un colectivo determinado.

encuentra respaldo en la formulación inicial de *SGUBBI* como “intereses presentes de modo informal y propagados a nivel de masa en ciertos sectores de la sociedad”⁹¹.

Por su parte, *CARBONELL* considera que el término “intereses difusos” –a los que asocia con intereses que pertenecen a varios individuos– no es del todo acertado en la medida en que induce a pensar en intereses poco claros o definidos y pertenecientes no se sabe bien a qué titular. Por esta razón, propone utilizar la denominación de bienes de titularidad colectiva, cuya tutela resulta necesaria para el desarrollo del individuo. No se trata, pues, de bienes de titularidad individual, si bien su lesión o puesta en peligro afecta a un conjunto de individuos⁹².

Hay que tener en cuenta que pueden haber ciertos bienes jurídicos que aparentemente encajen en la calificación de intereses difusos y; no obstante, constituyan en realidad intereses sociales generales, tal es el caso de bienes jurídicos como el medio ambiente que interesan a la generalidad de los miembros de la sociedad⁹³. Por otro lado, se ha llegado a clasificar la información privilegiada (bursátil, financiera o administrativa), las reglas societarias, económicas, o los delitos contra la intimidad-libertad informática (“habeas data”) como verdaderos *interessi diffusi*⁹⁴.

Frente a esta clasificación propuesta que encierra en un común denominador (bienes supraindividuales o colectivos), los llamados bienes jurídicos sociales generales y bienes jurídicos difusos, un sector de la doctrina rechaza esta agrupación por entender que los bienes jurídicos tutelados en los delitos contra intereses difusos o sectoriales son, en realidad, bienes de naturaleza individual⁹⁵. La respuesta de *MARTINEZ BUJÁN* ha sido que bajo esta argumentación se mezclan dos planos que, no obstante, deben ser

⁹¹ MORALES PRATS, CuadDJ, 1994, 75; SOTO NAVARRO, La protección penal de los bienes colectivos, 2003, 194; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE PG, 2007, 166 ss.

⁹² CARBONELL MATEU, CuadDJ, 1994, 17.

⁹³ En la doctrina española, hay quienes sostienen que el bien jurídico “medio ambiente” constituye un interés difuso. Así, por ejemplo, MORALES PRATS, CuadDJ, 1994, 76; DOVAL PAIS, Leyes en blanco, 1999, 108.

⁹⁴ Cfr. MORALES PRATS, CuadDJ, 1994, 76.

⁹⁵ En este sentido, CARBONELL MATEU, CuadDJ, 1994, 11, 18; HEFENDEHL, Anales, 2001, 149; RECPCr, 2002, 2; SOTO NAVARRO, La protección penal de los bienes colectivos, 2003, 195.

claramente distinguidos para evitar malos entendidos, pues una cosa es que se admita que los delitos contra intereses sectoriales o difusos protejan, en última instancia, bienes de naturaleza individual y otra cosa distinta es que la titularidad de dicho bien jurídico se atribuya a un solo individuo, algo que en estos delitos no sucede, ya que lo determinante en ellos es que la titularidad corresponde a una colectividad o pluralidad difusa de personas. Esto implica –según el autor– que el peligro para los bienes individuales de esa colectividad difusa de personas, comporta al mismo tiempo la lesión (como abstracción conceptual) de un bien jurídico colectivo institucionalizado.

Por esta razón es necesario hacer la distinción propuesta, pues aunque el bien jurídico sectorial o difuso pueda referirse en última instancia a bienes jurídicos individuales, como por ejemplo, el patrimonio de las personas, no es correcto reconducirlo a la categoría de los delitos contra el patrimonio individual, porque el tipo penal reúne una serie de particularidades que le hacen merecedor de un tratamiento singular, a saber: a) exige una pluralidad indeterminada de personas; b) se describe utilizando una técnica de tipificación distinta y, c) en el plano político-criminal presenta una dimensión también diferente, vinculada al orden económico como bien jurídico mediato, lo que permite fundamentar su ubicación sistemática en el seno de los delitos socioeconómicos y no entre los delitos contra el patrimonio individual⁹⁶.

Por su parte, *PAREDES* relativiza la importancia de esta distinción en el ámbito político-criminal, esto es, en orden a la justificación de la intervención penal. En este sentido, entiende que desde el punto de vista de la legitimidad, no se percibe ninguna diferencia relevante entre bienes jurídicos supraindividuales que protegen intereses de toda la comunidad (bienes supraindividuales “generales”) o de sectores de la misma (bienes supraindividuales “difusos”). Esto es así –argumenta–, porque en muchas ocasiones los sujetos primariamente interesados en un bien jurídico supraindividual general, se podrían reducir a ciertos grupos sociales específicos, así ocurre, por ejemplo, con la protección de la competencia o el medio ambiente. Además, los intereses sectoriales pueden concebirse en realidad como verdaderos intereses generales⁹⁷.

⁹⁶ Así, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE PG, 2007, 168.

⁹⁷ Cfr. PAREDES CASTAÑÓN, RDPCr, 2003, 130 n. 99, quien pese a esta objeción, admite que tal distinción puede tener relevancia al momento de realizar la ponderación de intereses que deben justificar moral y políticamente la definición del bien jurídico (serviría para especificar de quién son los intereses

Si bien *MARTÍNEZ-BUJÁN* admite que en la práctica la línea de demarcación entre ambas nociones puede estar diluida, sostiene que la distinción en el plano conceptual es siempre clara y, desde la perspectiva de la lesividad en abstracto, tal distinción cobra especial relevancia –como reconoce *PAREDES*– al momento de realizar las ponderaciones de intereses y los mecanismos técnicos de protección penal⁹⁸.

En definitiva, si se toma en consideración la clasificación expuesta, en la esfera de los delitos económicos los intereses jurídicos protegidos pueden tener una dimensión individual o una dimensión supraindividual o colectiva y, dentro de esta última categoría, se puede distinguir entre un interés social general y un interés sectorial o difuso⁹⁹.

3.3.2) Delitos económicos orientados a la protección de un bien colectivo general institucionalizado *no individualizable*

Esta caracterización se presenta fundamentalmente en los delitos contra el orden socio-económico en sentido estricto, donde es factible apreciar la existencia de un bien jurídico directamente tutelado de naturaleza colectiva general. Así, los tipos comprendidos dentro de esta categoría se identifican como delitos orientados a tutelar un bien supraindividual general institucionalizado no reconducibles a bienes individuales (de ahí que también se hable de bien jurídico colectivo general institucionalizado *no*

que se protegen), así como para el establecimiento de una estrategia adecuada para garantizar su protección (para lo cual es preciso tener en cuenta el círculo de sujetos afectados por la conducta).

⁹⁸ En parecidos términos, *PAREDES CASTAÑÓN*, RDPCr, 2003, 130 n. 99, admite que tal distinción puede ser de utilidad a la hora de realizar la ponderación de intereses que deben justificar moral y políticamente la definición del bien jurídico, así como para la articulación de una estrategia adecuada para su protección.

⁹⁹ Así, *MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ*, DPE PG, 2007, 169, expresa que de conformidad con el esquema planteado, es preciso delimitar con precisión la naturaleza del bien jurídico, así como también distinguir –cuando proceda– entre un bien jurídico mediato y otro inmediato. Para lograr esta tarea, sugiere aclarar las nociones del bien jurídico en el Derecho penal económico, para luego clasificar los delitos en atención a ellas. A través de este ejercicio se descubrirá que la naturaleza de los bienes jurídicos protegidos difiere en cada caso como consecuencia de la existencia de un grupo heterogéneo de infracciones.

individualizable, no divisible en intereses individuales o sin referente individual)^{100 101}.

En este sentido, hay quienes defienden la inclusión del delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores dentro de esta categoría¹⁰².

Se ha dicho que, en estos delitos, la presencia de un bien jurídico inmediato colectivo institucionalizado no impide la existencia de otro bien jurídico mediato (que también tendrá carácter supraindividual o colectivo), aunque sí se admite que en algunas infracciones será muy difícil y a veces imposible apreciar esa doble dimensión. Pero, en

¹⁰⁰ MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE PG, 2007, 173, aclara que cuando se utiliza esta categoría, no se está negando que en esta clase de delitos el bien jurídico esté al servicio del individuo, pues en ellos siempre cabe apreciar el interés individual de cada uno de los miembros de la sociedad en su protección. Por esta razón –sugiere– la expresión “sin referente individual” supone que estos bienes jurídicos se caracterizan por su *indivisibilidad*, esto es, por no ser conceptualmente posible su división en partes, como si ocurre en otros delitos en los que tal división sí es conceptualmente posible, porque el bien jurídico se puede descomponer en una pluralidad de intereses individuales. En este último caso se habla de bienes *individualizables* o *con referente individual*.

¹⁰¹ RODRÍGUEZ MONTAÑÉS, Delitos de peligro, 1994, 300, utiliza esta caracterización para referirse a bienes supraindividuales, institucionalizados o espiritualizados, que se dirigen a la protección de estructuras o instituciones básicas del funcionamiento del Estado o del sistema social, verbigracia, los delitos contra la Administración de justicia, los delitos socioeconómicos o los delitos contra el medio ambiente. Así, pues, la autora no recurre a esta construcción para aplicarla exclusivamente al ámbito socioeconómico y, además, vincula esta formulación a los delitos de peligro abstracto, por entender que es difícil imaginar una lesión o puesta en peligro concreto de bienes supraindividuales, ya que el menoscabo de dichos bienes de carácter inmaterial se produce por la reiteración generalizada de conductas y no por concretas acciones individuales. Es precisamente en este punto –sostiene– donde radica la dificultad para determinar el grado de lesividad exigible a la conducta individual en relación con el bien colectivo. Por esta razón, la autora considera que la mejor forma de protección de estos bienes es la articulación de delitos de peligro abstracto, a través de la afectación de un bien intermedio con función representativa. Habrá que calificar de *sui generis* esta peculiar forma de protección, pues se caracteriza porque no se anticipa la tutela penal de los bienes esenciales, sino de proteger *otros bienes* cuya peculiaridad exige esta concreta forma de tipificación. En definitiva, nos encontramos, pues, frente a delitos de peligro abstracto para el bien jurídico mediato espiritualizado, aunque formalmente se trata de un delito de lesión. Es importante destacar que –a juicio de la autora– desde el punto de vista del tipo subjetivo, es irrelevante toda referencia al bien jurídico mediatamente protegido, así, pues, el dolo y la imprudencia deben referirse sólo a los elementos típicos; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE PG, 2007, 175, aplica estas consideraciones a los delitos tributarios; en parecidos términos, HEFENDEHL, Kollektive Rechtsgüter, 2002, 124 ss, 313 ss; *Anales*, 2001, 151, caracteriza los bienes institucionales como bienes jurídicos de confianza (*Vertrauensrechtsgüter*), cuya peculiaridad radica en que una acción particular no logra afectar considerablemente la confianza colectiva como presupuesto para el funcionamiento de determinados sectores sociales, pero, por otro lado, si se permitieran dichas conductas nocivas, desaparecerían las *condiciones institucionales* capaces de generar confianza; así tb., IÑIGO CORROZA, Uso de información privilegiada, 2003, 300.

¹⁰² Así, por ejemplo, ARROYO ZAPATERO, RP, 1998, 8; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE PG, 2007, 176, 196, admite que la inclusión del *insider trading* en esta categoría puede ser compartida, aunque también se podría defender que dicho delito encaja dentro de aquellos tipos orientados a la tutela de un bien supraindividual institucionalizado con referente individual; PAREDES CASTAÑÓN, RDPCr, 2003, 139, sugiere que la protección penal del mercado de valores o el sistema bancario podría realizarse a través del recurso a un bien jurídico intermedio que justificaría la técnica de tipificación de los delitos de peligro abstracto. En tal sentido, reconoce que en el ámbito bursátil es posible la distinción de un bien intermedio y un bien final, sin necesidad de establecer una referencia a bienes individuales.

los casos en los que tal distinción sí es posible, se recurre –para su explicación– a diversas construcciones elaboradas en la doctrina alemana por autores como *TIEDEMANN* que acuñó el concepto de “bien jurídico intermedio”; *ROXIN* y *SCHÜNEMANN* que hablan de delitos con “bien jurídico intermedio espiritualizado”¹⁰³, o *JAKOBS* que –con mayor precisión– se refiere a bienes jurídicos “con función representativa”¹⁰⁴.

En este sentido, un sector de la doctrina española vincula esta categoría dogmática a la protección de bienes jurídicos mediatos de carácter supraindividual (que sería el bien representado), para lo cual se recurre a la técnica de los delitos de peligro abstracto; sin embargo, el núcleo de los tipos siempre está constituido por un bien jurídico inmediato (bien jurídico intermedio o representante) que es el que efectivamente debe ser lesionado o puesto en concreto peligro. Se entiende –de esta forma– que el bien jurídico mediatamente no puede ser lesionado sino sólo puesto en peligro abstracto a través de conductas aisladas que, en cambio, sí tienen la suficiente entidad como para lesionar o poner en peligro concreto el bien jurídico inmediato. Estamos, pues, frente a una técnica de tipificación caracterizada por la configuración de delitos de lesión (o peligro concreto) de un bien jurídico inmediato y peligro abstracto para un bien jurídico mediatamente espiritualizado¹⁰⁵.

¹⁰³ ROXIN, AT, 2006, 431; SCHÜNEMANN, JA, 1975, 798; Die Rechtsgutstheorie, 2003, 152. Se ha sostenido que esta denominación se debe a carencia de materialidad o sustrato físico de los bienes y que la construcción de SCHÜNEMANN es aplicada a bienes jurídicos colectivos no reconducibles a bienes jurídicos individuales. *Vid.* al respecto, MATA Y MARTÍN, Bienes jurídicos intermedios, 1997, 23, 36-37; SOTO NAVARRO, La protección penal de los bienes colectivos, 2003, 179 n. 26, 181.

¹⁰⁴ Cfr. JAKOBS, AT, 1991, 175; RODRÍGUEZ MONTAÑÉS, Delitos de peligro, 1994, 300 n. 334; CORCOY BIDASOLO, Delitos de peligro, 1999, 260 n. 514 y 515; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE PG, 2007, 175, considera que la construcción de los delitos de bien jurídico con “función representativa” (o con bien jurídico intermedio “espiritualizado”) podría ser trasladada al ámbito de los delitos económicos en sentido estricto, aunque como veremos más adelante, la formulación primigenia de este concepto no estaba orientada a esta clase de delitos.

¹⁰⁵ Así, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE PG, 2007, 175, quien defiende que esta categoría de bienes jurídicos intermedios surgen para ser aplicadas a delitos de peligro abstracto que tutelan bienes jurídicos supraindividuales inmateriales o espiritualizados, respecto de los cuales resulta difícilmente concebible la tipificación de una lesión o de una puesta en peligro en concreto, toda vez que su vulneración nunca tiene lugar con la realización de una acción típica individual, sino a través de la reiteración generalizada de conductas; de ahí que –desde la perspectiva del bien jurídico inmaterial colectivo– la acción individual carezca de la necesaria lesividad. Por esta razón –esgrime– la técnica de tipificación que se propone para tutelar bienes jurídicos inmateriales es la de construir una figura delictiva que tenga como base un bien intermedio “representante” o con función representativa, que es el que ha de resultar *inmediatamente* lesionado (o, en su caso, puesto en concreto peligro) por la conducta típica individual, sin que sea preciso acreditar la efectiva lesión del bien inmaterial *mediatamente* protegido (sin cursiva en el texto original). En el mismo sentido, RODRÍGUEZ MONTAÑÉS, Delitos de peligro, 1994, 300 ss. *Vid.* las sugerentes

En el sentido expuesto, *RODRÍGUEZ MONTAÑÉS* aplica esta caracterización a los delitos contra la Administración pública, los delitos monetarios y a los delitos contra la Hacienda pública, por entender –en el primer caso– que el bien jurídico inmaterial mediatamente protegido es el correcto funcionamiento de la Administración pública, pero no se castiga la *lesión* del buen funcionamiento de la Administración, sino la infracción de ciertos deberes de lealtad e integridad de los funcionarios (“objeto representante”) y, en los dos últimos ejemplos citados, considera que se protege de forma mediata las estructuras básicas de la vida económica, pero que a través de una serie de conductas que no comportan individualmente una lesión (o, en su caso, puesta en peligro) de la economía estatal, sí que podrían llegar a producirla mediante su práctica reiterada y generalizada¹⁰⁶. Así mismo, *MARTÍNEZ-BUJÁN* ubica en esta categoría a los delitos tributarios, donde a su juicio es posible distinguir un bien jurídico

interrogantes que, sobre esta construcción, plantea GRACIA MARTÍN, RDPCr, 2004, 462 ss, quien - aunque admite que la misma es conceptualmente posible- afirma que tal construcción no le parece operativa ni útil.

¹⁰⁶ Cfr. RODRÍGUEZ MONTAÑÉS, Delitos de peligro, 1994, 303. Aplica esta formulación al ámbito concreto del *insider trading*, GÓMEZ INIESTA, La utilización de información privilegiada, 1997, 410, 411. En contra de esta tesis, CORCOY BIDASOLO, Delitos de peligro, 1999, 261, para quien la teoría del bien jurídico intermedio con función representativa es incorrecta tanto en su fundamentación como en los resultados a los que llega. En cuanto al motivo esta teoría es errónea –a su juicio- porque se identifica la *lesión* del bien jurídico con la “destrucción” y no con la “afectación” del mismo, al entender que el bien jurídico inmaterial no se lesiona por la conducta individual sino únicamente por la reiteración de conductas de la misma clase. Y, en cuanto a la solución se equivoca al afirmar que la *lesión* recae sobre el bien jurídico intermedio, y ello por dos razones, a saber: primero porque ese denominado “bien jurídico” es en realidad un elemento del tipo, ya sea un deber o el objeto del delito y, segundo, por medio de esta construcción se transforman los delitos de peligro abstracto en delitos formales. Siguiendo esta línea, la autora se vuelve a pronunciar más recientemente en: Protección de bienes jurídico-penales supraindividuales, 2008, 376, 377. En parecidos términos, SOTO NAVARRO, La protección penal de los bienes colectivos, 2003, 182 ss, critica esta construcción por varias razones, entre las que destacan: a) el bien jurídico colectivo mediatamente protegido no es, en realidad, el bien jurídico en sentido técnico sobre el cual se realiza la labor interpretativa, sino que la antijuridicidad material estaría constituida –desde esta concepción- por el bien jurídico con función representativa, en la medida en que a éste va referidas las exigencias del tipo objetivo y subjetivo; b) el injusto de estos delitos no puede descansar en la infracción de deberes como sugiere R. MONTAÑÉS; c) no es posible justificar la incriminación de conductas que en sí mismas sean *inocuas* para el bien jurídico protegido; d) el fundamento de la incriminación no puede residir –como pretende la teoría del bien jurídico intermedio- en la peligrosidad abstracta que reviste la reiteración generalizada de ciertas conductas, aisladamente inocuas, pues de ser así se estaría responsabilizando al autor por las acciones de terceros que contribuyen con su actuar a poner en peligro el bien jurídico colectivo, vulnerándose así el principio de culpabilidad al no castigarse al sujeto por su acción individual. En definitiva, este autor considera que esta construcción es innecesaria y que sólo refleja la dificultad que implica la labor de concreción de los bienes jurídicos colectivos; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 240 ss, critica ampliamente esta formulación cuyo “talón de Aquiles” es –a su juicio- el (supuesto) bien jurídico colectivo inmaterial *mediatamente* protegido; MAYO CALDERÓN, La tutela de un bien jurídico colectivo, 2005, 48, 50, 53, señala que con esta formulación se utiliza el concepto de bien jurídico colectivo en sentido formal, pues la autora no le atribuye un carácter material y autónomo.

inmaterial mediato constituido por el correcto funcionamiento del orden económico en este ámbito, y un bien jurídico inmediato con función representativa que estaría constituido por el patrimonio del Erario o la recaudación tributaria. Así, expresa que la acción defraudatoria individual del sujeto que no ingresa los impuestos debidos en las arcas públicas *lesiona* el bien jurídico inmediato, pero no el bien jurídico mediato o representado. Este último –alega– sólo puede ser puesto abstractamente en peligro por medio de la reiteración y generalización de conductas defraudatorias individuales¹⁰⁷.

3.3.3) Delitos económicos orientados a la tutela de un bien colectivo institucionalizado *individualizable*. Aproximación a la teoría de los bienes jurídicos intermedios

Bajo esta denominación se incluyen aquellos delitos socioeconómicos que si bien protegen bienes jurídicos de naturaleza supraindividual, lo cierto es que, en realidad, van referidos a la tutela de bienes jurídicos individuales, razón por la cual un sector de la doctrina niega que estos delitos protejan auténticos bienes jurídicos colectivos¹⁰⁸. Si esto es así, estaríamos, pues, frente a lo que *SCHÜNEMANN* o *HEFENDEHL* denominan “bienes jurídicos colectivos aparentes”, que distinguen de los “bienes jurídicos colectivos puros” precisamente porque –a diferencia de éstos– carecen de autonomía o entidad propia al estar constituidos por la suma de varios bienes jurídicos individuales, verbigracia, la salud pública¹⁰⁹.

¹⁰⁷ Cfr. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE PG, 2007, 175 ss, para quien la labor del intérprete debe limitarse a constatar que la acción defraudatoria individual ha lesionado el patrimonio del Erario, sin que sea necesario comprobar el menoscabo que sufre el bien jurídico mediato, el cual carece de relevancia directa como criterio interpretativo del tipo. Y, desde el punto de vista subjetivo, el dolo del autor debe limitarse a conocer la lesión de dicho patrimonio, por lo que no será preciso el conocimiento del peligro para el orden económico en ese ámbito específico.

¹⁰⁸ Así, SOTO NAVARRO, La protección penal de los bienes colectivos, 2003, 205, 206, 228, sostiene que si al momento de identificar la existencia de un bien jurídico colectivo se encuentra que tras él subyacen nada más que bienes individuales, entonces había que prescindir de dicho bien jurídico. En consecuencia, sólo serán auténticos bienes jurídicos colectivos aquellos que no son divisibles en bienes jurídicos individuales; MAYO CALDERÓN, La tutela de un bien jurídico colectivo, 2005, 55, niega el carácter de bien jurídico colectivo a aquellos cuya lesión deba constatarse mediante la puesta en peligro de bienes individuales; CORCOY BIDASOLO, Protección de bienes jurídico-penales supraindividuales, 2008, 374, señala que los bienes jurídicos supraindividuales son autónomos y que no deben tener una “retro-referencia” a intereses individuales, esto es, que desde la perspectiva de la tipicidad no hay una relación mediata ni inmediata con los bienes jurídico-penales individuales.

¹⁰⁹ SCHÜNEMANN, Die Rechtsguttheorie; 2003, 146; Presentación, 2003, 15; HEFENDEHL, Kollektive Rechgüter, 2002, 383, 386; RECPCr, 2002, 9, 12; Anales, 2001, 154, 155, 157. En contra,

Dentro de esta categoría suelen citarse como ejemplos paradigmáticos los delitos contra los consumidores, contra los derechos de los trabajadores e incluso el delito de uso de información privilegiada bursátil¹¹⁰. El surgimiento de esta clase de delitos ha sido atribuida a la formulación de *TIEDEMANN* sobre los llamados “*bienes jurídicos intermedios*” caracterizados por su naturaleza supraindividual o colectiva¹¹¹. En puridad, el autor utiliza esta construcción en el ámbito económico para referirse a la existencia de

ROSO CAÑADILLAS, Comentarios, 2008, 42, entiende que la salud pública es un auténtico bien jurídico colectivo, aunque admite que existe una relación complementaria con la salud individual de los sujetos; en parecidos términos, CATRO CUENCA, Delitos contra la colectividad, 2006, 208, 209.

¹¹⁰ MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE PG, 2007, 191, 196, advierte que parte de la doctrina reconduce estos grupos de delitos a aquellos que protegen un bien jurídico inmediato de naturaleza colectiva, sin necesidad de reconducirlo a bienes jurídicos individuales, aunque con relación al delito del art. 285 CP admite que es una cuestión opinable.

¹¹¹ Es preciso advertir que algunos autores asignan a esta nomenclatura un contenido distinto al formulado originalmente. Así, por ejemplo, MATA Y MARTÍN, Bienes jurídicos intermedios, 1997, pássim, aplica esta teoría de forma general a cualquier ámbito de protección penal, es decir, a campos no exclusivos de la delincuencia económica. Así, pues, considera que el bien jurídico intermedio es un bien de carácter colectivo o supraindividual que se protege conjuntamente con bienes de naturaleza individual, siendo ambos de carácter homogéneo o estando situados en una misma línea de ataque. En tal sentido, el bien jurídico intermedio se caracteriza, además, por su vinculación a un bien personal y por la existencia de una relación de complementariedad del bien colectivo con el personal. Así, mientras el bien jurídico suprapersonal (intermedio) es lesionado, el bien individual es puesto en peligro, de modo que existe una protección anticipada de bienes personales. Desde esta perspectiva, el autor habla de la existencia de una estructura típica caracterizada por la presencia de un delito de *lesión-peligro*, esto es, lesión para el bien colectivo y peligro para los intereses de los particulares penalmente tutelados. En contra de esta postura, PAREDES CASTAÑÓN, RDPCr, 2003, 134 n. 105, 137 n. 112, no ve razón alguna para adoptar un concepto tan restringido de bien jurídico intermedio. En su opinión, el uso de este concepto no debe limitarse a la existencia o no de una relación instrumental estricta (de medio-fin) entre dos bienes jurídicos, pues considera que en muchos casos hay bienes jurídicos, verbigracia el medio ambiente, que si bien surge a partir de la preocupación por salvaguardar otros preexistentes (vida e integridad física de las personas), esto no implica que la relación de dependencia entre ellos continúe; y menos aún, que dicha dependencia sea de carácter estrictamente instrumental. Así, retomando el ejemplo del medio ambiente (*vid.* así mismo, SCHÜNEMANN, CuadDJ, 1991, 36), el autor defiende la autonomía de este bien jurídico, afirmando que, respecto del mismo, es posible elaborar una definición adaptada a los nuevos tiempos en donde se incluyan aspectos que no tengan nada que ver, al menos directamente, con la protección de la vida e integridad física de las personas. Y, estas consideraciones también se aplican al ámbito de los delitos económicos. De esta forma, PAREDES CASTAÑÓN sólo admite la existencia de una relación instrumental en los casos en que el bien jurídico intermedio carezca de entidad propia (justificación autónoma), por lo que necesariamente debe definirse *única y exclusivamente* por referencia a la pauta de conducta que preservan (bien jurídico final). Al igual que MATA Y MARTÍN, este autor avala el carácter supraindividual del bien jurídico instrumental, y ello se explica porque a través de esta categoría se intentan proteger los intereses de una pluralidad indeterminada de ciudadanos. En definitiva, PAREDES CASTAÑÓN defiende la existencia de bienes jurídicos intermedios supraindividuales tanto si se dirigen a la protección de intereses de titularidad individual (lo que no es habitual en el Derecho penal económico), como si se emplean para la protección de intereses de la colectividad. Asume esta postura, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE PG, 2007, 186. *Vid.* críticamente sobre la teoría de los bienes jurídicos intermedios, CORCOY BIDASOLO, Delitos de peligro, 1999, 261 ss; SOTO NAVARRO, La protección penal de los bienes colectivos, 2003, 182 ss; CUELLO CONTRERAS, PG, 2002, 81, niega la existencia de bienes jurídicos intermedios.

bienes jurídicos supraindividuales intermedios entre los intereses jurídicos estatales y los intereses económicos de un sujeto individualmente considerado, estableciéndose así una protección simultánea de ambos grupos de intereses, aunque el bien primario o final estaría conformado por el orden económico en su conjunto¹¹².

En cualquier caso, y al margen de la falta de unanimidad en la caracterización de los bienes jurídicos intermedios, lo cierto es que el hecho de que se trate de bienes instrumentales deberá tenerse en cuenta –como con acierto propone *PAREDES*– en la aplicación del principio de fragmentariedad (la protección del bien intermedio deberá ser más restrictiva que la del bien final) y proporcionalidad (las penas deberán ser más reducidas)¹¹³.

3.3.4) Delitos económicos orientados a la tutela inmediata del patrimonio individual y mediata de un bien supraindividual general

En el ámbito de los delitos económicos *lato sensu* es posible encontrar tipos orientados a la protección inmediata de bienes jurídicos de naturaleza individual (el patrimonio), aunque con proyección mediata sobre el orden económico, el cual debe identificarse con la *ratio legis*. Así, pues, la protección mediata del orden económico no tiene especial relevancia en la labor interpretativa, aunque sí incide en el ámbito de la lesividad abstracta, esto es, en el discurso sobre la intervención del Derecho penal. En esta categoría, suelen incluirse los delitos societarios¹¹⁴, delitos contra la propiedad industrial, los delitos de competencia desleal o los delitos de insolvencias punibles¹¹⁵.

¹¹² TIEDEMANN, Lecciones, 1993, 35 ss, toma como ejemplo los delitos que protegen bienes supraindividuales como el funcionamiento del tráfico crediticio y del mercado de capitales, en los que –a su juicio– sería incorrecto identificar un único bien jurídico como el patrimonio del acreedor o del inversor. Sobre las distintas críticas formuladas a esta construcción, *vid.* ampliamente, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE PG, 2007, 193 ss; PAREDES CASTAÑÓN, RDPCr, 2003, 135 ss; KINDHÄUSER, A cerca de la legitimidad, 1995, 441 ss.

¹¹³ Cfr. PAREDES CASTAÑÓN, RDPCr, 2003, 142.

¹¹⁴ En contra, LUZÓN PEÑA/ROSO CAÑADILLAS, voz “Administración desleal”, 2008, 36 ss, 53, para quienes el bien jurídico protegido en el delito de administración desleal (art. 295 CP) es doble, supraindividual o colectivo e individual. En el primer caso, porque existe un interés legítimo de la comunidad en la “fiabilidad del correcto funcionamiento de las sociedades y del sistema societario como presupuesto indispensable del buen funcionamiento del sistema económico” y; en el segundo caso, porque en los supuestos de disposición fraudulenta se protege *alternativamente* el patrimonio social o el patrimonio de socios y equiparados; mientras que en los supuestos de asunción de obligaciones

3.4) *Recapitulación y toma de postura*

Como se ha visto, existen en el Derecho penal económico diversas caracterizaciones de bienes jurídicos por medio de las cuales se intenta precisar el contenido de lesividad presente en cada figura delictiva en particular. Aunque, en realidad, esta clasificación no es exclusiva de la delincuencia económica, sino que se aplica a lo que modernamente se conoce como “nuevas formas de delincuencia”, fenómeno con el que se identifica la aparición de nuevos intereses (económicos, sociales, funcionales) dignos de protección, pero que difieren sustancialmente de los intereses tradicionalmente protegidos en el Derecho penal clásico.

Lo anterior no implica –como han sugerido algunos– el surgimiento de una nueva teoría del bien jurídico, sino más bien supone una adecuación de esta categoría a las nuevas realidades sociales cada vez más complejas, pero que en modo alguno conlleva a una renuncia de los postulados que tradicionalmente han caracterizado a la dogmática del bien jurídico y que están íntimamente ligados a los principios limitadores del *ius puniendi*. Así, pues, no cabe duda que el Derecho penal tiene la misión de proteger bienes jurídicos individuales y de la colectividad, y que para ello, la doctrina ha formulado diversas caracterizaciones que inciden directamente en las técnicas de tipificación de las distintas figuras delictivas.

Consideramos que la distinción entre un bien jurídico mediato (identificado con la *ratio legis* de la incriminación) y otro inmediato (bien jurídico por excelencia) no es nada ociosa si tomamos en cuenta que dentro de los límites de la pena tipo, el juzgador podrá tomar en consideración la puesta en peligro del bien jurídico mediato para aplicar una sanción más severa en atención a la mayor gravedad del hecho. Además, creemos que tal distinción sí que tiene mucha relevancia en el discurso de la intervención penal y en la labor de sistematización de los tipos penales. No obstante, debemos reconocer que frente a esta labor asignada al bien jurídico mediato, es posible argumentar en contra que al no

perjudiciales, sólo se requiere la lesión del patrimonio de los socios o asimilados, “por sí solo o acompañado también de perjuicio para el patrimonio social”. Se trata, pues, según los autores, de un delito pluriofensivo.

¹¹⁵ Cfr. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE PG, 2007, 207.

ser más que la *ratio legis*, el intérprete no está obligado a verificar que la conducta delictiva le ha puesto en peligro, por lo que al momento de imponer la pena bastará con acreditar la lesión o puesta en peligro del bien jurídico inmediato.

Es innegable tanto la existencia de nuevos bienes jurídicos colectivos como la necesidad de protegerles penalmente y, frente a ello, no caben posturas antropocéntricas para negar la autonomía de ciertos intereses que demandan una forma específica de protección dado su importancia para el mantenimiento de los sistemas sociales. Así, pues, como sugiere *SCHÜNEMANN*, en el ámbito de la delincuencia económica se deberá reforzar la protección de intereses patrimoniales individuales, pero eso no significa dejar al descubierto los intereses colectivos con entidad propia y suficiente como para fundamentar el injusto material en las nuevas formas de delincuencia¹¹⁶.

Aunque se ha negado toda relevancia a las clasificación de los bienes jurídicos colectivos e incluso se ha tildado a los intereses difusos como verdaderos intereses individuales, lo cierto es que la clasificación aquí expuesta nos parece muy apropiada en la medida en que permite identificar con más claridad los supuestos en los que determinado interés incumbe a toda la sociedad (bienes sociales generales) de aquéllos otros que sólo importan a un sector de la misma (intereses difusos). En cualquier caso, ambas categorías deben considerarse bienes jurídicos colectivos o supraindividuales y como tales, dignos de protección penal siempre que sea posible acreditar que se trata de intereses esenciales para el funcionamiento del sistema económico y que puedan dotarse de la mayor concreción posible a fin de llevar a cabo la labor crítica e interpretativa asignada a esta categoría. En el Derecho penal no son admisibles, pues, cualquier tipo de intereses colectivos, sino sólo aquellos que puedan considerarse auténticos bienes *jurídico-penales*.

Por otro lado, hemos tenido oportunidad de apreciar que existen diversas caracterizaciones de bienes jurídicos que se aplican en general a nuevas formas delincuencia no exclusivas del Derecho penal económico, pero que son trasladadas el ámbito de los delitos económicos con el objetivo de proporcionar un método más efectivo en la labor de interpretación de los distintos tipos penales. En este sentido, es

¹¹⁶ Así, *SCHÜNEMANN*, CuadDJ, 1991, 36.

preciso destacar la construcción de los bienes jurídicos intermedios de carácter supraindividual, ya que ha sido aplicada tanto a delitos económicos en sentido estricto como a delitos económicos *lato sensu*. La viabilidad o no de esta construcción dependerá de la concreta técnica de tipificación con la que se pretenda proteger un determinado interés, sea de naturaleza individual o colectiva, aunque como se ha visto hay quienes – como *MATA* o *GRACIA*– reservan esta figura para la protección mediata de bienes jurídicos individuales.

Con relación al tema que nos ocupa, según la clasificación expuesta es posible defender que el delito de uso de información privilegiada es un delito económico que protege un bien jurídico colectivo institucionalizado sin referente individual o, por el contrario, que se trata de un delito económico que protege un bien colectivo institucionalizado reconducible a bienes jurídicos individuales. La clasificación del delito de uso de información privilegiada en una u otra categoría no influirá en la técnica de tipificación del tipo ni en la necesidad de concretar con mayor precisión el bien jurídico inmediato o directamente tutelado, pues en ambos casos se tratan de proteger en primera línea intereses de la colectividad (y aquí sí que hay que concretar cuál es ese interés). En conexión con lo anterior, también deberá tomarse en cuenta la forma en que se conciba la afectación del bien jurídico colectivo, lo que dependerá del concepto de bien jurídico que se adopte. En tal sentido, consideramos que es perfectamente posible aludir a la *lesión* de un bien jurídico supraindividual o colectivo, en la medida en que –como apunta *PAREDES*– cuando una conducta perturba el normal proceso comunicativo (que para el caso nuestro serían las operaciones bursátiles con ventajas cognoscitivas) ya está *lesionando* desde el punto de vista normativo ese concreto ámbito de comunicación. La lesión, pues, no debe entenderse como destrucción del objeto protegido¹¹⁷.

¹¹⁷ En parecidos términos, AMELUNG, *Rechtsgüterschutz*, 1972, 189 ss, sostiene que la lesión de un bien jurídico no siempre es constatable en el plano biológico o físico, salvo en algunos casos como el homicidio. Así pues, aduce que frente a bienes jurídicos carentes de sustrato material, la *lesión* se produce cuando hay una afectación de la *funcionalidad* del bien jurídico, es decir, cuando la conducta incriminada impide que éste pueda ser utilizado de conformidad con los objetivos a los que sirve. Desde esta perspectiva, pues, los bienes jurídicos colectivos son susceptibles de *lesión*; PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 242, 244, siguiendo el planteamiento de AMELUNG, sostiene que es posible afirmar la lesión de los bienes jurídicos colectivos cuando una conducta “limita o destruye” las posibilidades de utilizar dicho bien, de conformidad de con los objetivos a los que éste sirve en el sistema social. En contra, HEFENDEHL, *Anales*, 2001, 150, 155, alega que sería ingenuo pensar que una determinada conducta puede lesionar o poner en peligro concreto un bien jurídico colectivo.

Puede ocurrir, como se verá en la exposición que sigue, que algunos autores se inclinen por ubicar el *insider trading* dentro de los tipos penales que protegen bienes jurídicos individuales pero que además tomen en consideración la proyección mediata que dichas conductas tienen sobre el sistema económico en general o sobre el mismo mercado de valores. En definitiva, creemos que la exposición realizada en torno al bien jurídico en el Derecho penal económico será de mucha utilidad para lograr comprender la prolija variedad de criterios existentes en la doctrina y que –como apuntamos al inicio de este capítulo– hacen más difícil la labor de sistematización y análisis del objeto jurídico protegido en las operaciones con información privilegiada. Veamos, pues, cuáles son esos criterios que se esgrimen en la doctrina para delimitar el contenido de lesividad del *insider trading*.

Sección segunda

El contenido de lesividad de las operaciones con información privilegiada bursátil

III. Distintas teorías sobre el bien jurídico protegido en el delito de *insider trading*

En la doctrina económica y jurídica (mercantil, administrativa y penal) comúnmente se afirma que las operaciones con información privilegiada en el mercado de valores pueden afectar una pluralidad de intereses jurídicos. En este sentido, la doctrina penal española suele invocar el planteamiento del penalista alemán *STRATENWERTH*, quien –siguiendo a *FORSTMOSER*– agrupa alrededor de tres criterios las afectaciones que provoca el uso de información privilegiada¹¹⁸. Así, pues, en primer lugar, se sostiene que las operaciones de iniciados pueden configurarse como un *abuso de confianza* frente a la empresa en la que el *insider* labora o para la que desempeña su actividad profesional¹¹⁹, en segundo lugar, tales abusos constituyen un engaño a otros inversores y, en ese sentido, una violación del principio de igualdad de oportunidades¹²⁰ y, en tercer lugar, dichas operaciones pueden *perjudicar intereses económicos generales*, al vulnerar la confianza del inversor en el correcto y transparente funcionamiento del mercado de capitales¹²¹.

¹¹⁸ Cfr. *FORSTMOSER*, SAG (49), 1977, 15, 16; *ZGR* (1), 1989, 142; *STRATENWERTH*, Zum Straftatbestand des Missbrauchs, 1983, 668; *OTTO*, Der Mißbrauch von Insider-Informationen, 1994, 450; *MENNICKE*, Sanktionen gegen Insiderhandel, 1996, 98; estos criterios también han sido adoptados en la la SAP de Madrid núm. 768/2009, de 17 de julio.

¹¹⁹ Esta postura coincide con el modelo de regulación americano del *insider trading*, en el cual se acentúa el quebranto a la lealtad que el iniciado debe a la empresa. *Vid.* *LÓPEZ PEREGRÍN*, APen, 1993, 424.

¹²⁰ Así, en la doctrina alemana, *ULSENHEIMER*, NJW (28), 1975, 1999; *MÖLLER*, BFuP (46), 1994, 104; *IMMENGA*, ZBB (2), 1995, 202; *KOHLMANN*, Das Strafrecht, 1995, 455, 457; *SCHNEIDER/BURGARD*, ZIP (10), 1999, 387, 388; *HIENZSCH*, Insiderhandelsverbot, 2005, 159, 184, 187; *BERGMANN/DREES*, StraFo (9), 2005, 365; *ASSMANN*, Kommentar, 2006, 393; *TIEDEMANN*, Wirtschaftsstrafrecht, 2006, 163; en España, *RODRÍGUEZ MOURULLO*, PJ, 1988, 247; *CREMADES*, LL, 1988, 905; *MOREDA DE LECEA*, BEE, 1996, 374; *JORNADA DE POZAS*, Código Penal, 1997, 2990; *GÓMEZ PAVÓN*, ICADE, 1997, 247; *MARCHENA GÓMEZ*, Código Penal, 2002, 1897; *MARTÍNEZ- BUJÁN PÉREZ*, DPE, 2002, 115; *DP PE*, 2004, 583; *DPE PG*, 2005, 294; *FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY*, EPCr, 2003, 126; *MUÑOZ CONDE*, DP PE, 2004, 519. En el mismo sentido, pero refiriéndose a la legislación francesa, *TAPIA HERMIDA*, RDBB, 1983. Otros autores asocian este criterio con la protección de los intereses patrimoniales de los inversores. Así, *GÓMEZ INIESTA*, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 269; *OTTO*, El abuso de información privilegiada, 1995, 457.

¹²¹ *Vid.* *VOLK*, ZHR, 1978, 3; *GONZÁLEZ CUSSAC*, CPC, 1989, 124-125, 140; *PAZ RUBIO*, CuadDJ, 1993, 146-147; *OTTO*, El abuso de información privilegiada, 1995, 457; *CALDERÓN SUSÍN*, CuadDJ, 1996, 228-230; *ROBLEDO VILLAR*, Delitos contra el patrimonio, 1997, 398; *FERNÁNDEZ OUBIÑA*, El abuso de información privilegiada, 1998, 5-6; *TERRADILLOS BASOCO*, Protección penal del

Pese a esta inicial delimitación, modernamente han surgido nuevas posiciones –o, más exactamente, matizaciones de los criterios antes mencionados– respecto del objeto de tutela de esta novedosa figura delictiva, aunque, en realidad, todas éstas intentan llegar a un punto común, esto es, la protección del *correcto funcionamiento del mercado de valores* como pilar esencial de la economía de mercado. En este sentido, algunos destacan que con el delito de iniciados se protegen tres aspectos esenciales del sistema bursátil, que además están recogidos en la regulación administrativa del mercado de valores, a saber: la seguridad en las transacciones¹²², la correcta formación de precios¹²³ y la protección del sistema bursátil¹²⁴. Otros autores ponen énfasis en la confianza¹²⁵ y la transparencia informativa del mercado¹²⁶, la protección al patrimonio individual¹²⁷, la

mercado financiero, 1998, 163; CALDERÓN CERESO, DP PE, 1999, 874-875; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 126; LUZÓN CANOVAS, Abuso de Información Privilegiada, 2005, 2; GONZÁLEZ CUSSAC/MATALLÍN EVANGELIO/ORTS BERENGUER/ROIG TORRES, DP PE, 2007, 178.

¹²² SERRANO GÓMEZ, DP PE, 2003, 503; DP PE II, 1996, 526; RUBIO LARA, Parte especial del Derecho penal económico, 2006, 82, sostiene que al margen del carácter supraindividual del bien jurídico, éste se acercaría más a la seguridad en el tráfico jurídico del mercado de valores o de instrumentos negociados. Esta propuesta de bien jurídico –sostiene– se fundamenta en que el uso de información privilegiada en el ámbito bursátil crea una inseguridad en el tráfico jurídico del mercado que afectaría a la libre competencia y al significado del “riesgo” con que se trabaja en este tipo de mercados.

¹²³ MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 210; GARCÍA MECA/MARTÍNEZ CONESA, El tráfico de información privilegiada, 2005, 57; EIRANOVA ENCINAS, Abuso de mercado, 2005, 617.

¹²⁴ *Vid.* LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, ADPCP, 1993, 1034; en: Bacigalupo (dir.), Curso, 2005, 338; III Jornadas, UNED, 2006, expresa que la tutela de estos bienes conlleva, en definitiva, a proteger la confianza del inversor en un mercado de valores regido por el principio de igualdad de oportunidades.

¹²⁵ Así, en la doctrina alemana, VOLK, ZHR, 1978, 3; LENENBACH, ZIP (6), 2003, 246; en Italia, SANGIOVANNI, ZStW, 2000, 158; en la doctrina española, DE GISPERT PASTOR, RDBB, 1982; ARROYO ZAPATERO, El abuso de información privilegiada, 1995, 55 ss; JIMÉNEZ VILLAREJO, Delitos societarios, 1996, 29; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 287, 370; SUÁREZ GONZÁLEZ, Compendio, 1998, 551; RODRÍGUEZ RAMOS, DP PE, 1999, 260; IÑIGO CORROZA, Uso de información privilegiada, 2003, 299; JAÉN VALLEJO, CPC (97), 2009, 122.

¹²⁶ LANDECHO VELASCO/MOLINA BLÁZQUEZ, PE, 1996, 260; LÓPEZ GARRIDO/GARCÍA ARÁN, La voluntad del legislador, 1996, 143; QUERALT JIMÉNEZ, PE, 1996, 473; JORNADA DE POZAS, Código Penal, 1997, 2990; HORMAZÁBAL MALARÉE, El uso de información privilegiada, 2004, 501-502; DEL ROSAL BLASCO, Mercado bursátil, 2004, 1179, además de la transparencia e integridad del mercado, defiende la tutela de los órganos de supervisión del sistema bursátil. El amparo de estos bienes jurídicos –sostiene el autor– tiene como finalidad la protección de los intereses del (potencial) inversor a la hora de tomar sus decisiones respecto de sus inversiones; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 190, hace referencia más concretamente al presupuesto básico de la libre competencia de los inversores en el mercado de valores, lo que denomina “justicia informativa de las cotizaciones”.

participación del inversor en el mercado de capitales¹²⁸, la lealtad hacia la contraparte de la negociación¹²⁹ y, por último, se habla de la justicia informativa de las cotizaciones¹³⁰.

Es evidente, pues, la falta de claridad en cuanto a la identificación de un concreto bien jurídico que sirva como criterio rector de interpretación del tipo¹³¹; no obstante, la doctrina mayoritaria sugiere que el objeto de protección gira en torno al “correcto funcionamiento del mercado de valores, asegurando la igualdad de oportunidades a los inversores y configurando, en definitiva, un espacio de mercado transparente y merecedor de la confianza de todos los operadores económicos”¹³². Frente a esta amplia descripción del objeto jurídico pregonada por la doctrina mayoritaria, VALLE MUÑIZ considera que se trata de un bien jurídico de “contornos ambiciosos y que,

¹²⁷ SÁNCHEZ GUILARTE/TAPIA HERMIDA, RDBB, 1987, 752.

¹²⁸ RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 330; Protección penal, 2002, 141; Comentarios, 2007, 632, aunque sostiene, además, que la igualdad de los inversores y la transparencia del mercado constituyen los presupuestos básicos de la intervención penal.

¹²⁹ JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 189.

¹³⁰ PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 198, 203, 346, 360; parece asumir esta tesis, QUINTANAR DÍEZ, CPC, 183, 184.

¹³¹ Así, respecto de la doctrina alemana, GRUNEWALD, ZBB (3), 1990, 128; KOHLMANN, Das Strafrecht, 1995, 455.

¹³² Vid. GONZÁLEZ CUSSAC, CPC, 1989, 138, 141; DP PE, 1996, 479; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, ADPCP, 1993, 1033-1034, 1054, 1057; El abuso de información privilegiada, 1998, 337; LÓPEZ PEREGRÍN, APen, 1993, 436; GARCÍA CIRIZA, AMF, 1994, 2; ARROYO ZAPATERO, El abuso de información privilegiada, 1995, 55; SEMINARA, Aspectos problemáticos, 1995, 523, 527-528; FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 52, 54, 56-57; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1382- 1383; DPE, 2002, 115; DP PE, 2004, 583; DPE, 2005, 294; DP PE, 2008, 487; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 230; SUÁREZ GONZÁLEZ, Comentarios, 1997, 822; Compendio, 1998, 551; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 256 ss; GONZÁLEZ RUS, Jornadas, 1998, 149; Compendio, 2000, 516; BAJO FERNÁNDEZ, Uso de información privilegiada, 1999, 643; CALDERÓN CEREZO, DP PE, 1999, 874-875; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 523; MESTRE DELGADO, DP PE, 2001, 357; GARCÍA VALDÉS/FIGUEROA NAVARRO, en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 57; OLIVA GARCÍA, Información privilegiada, 2002, 2; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 188-189; CORCOY BIDASOLO *et al*, Derecho Penal de la Empresa, 2002, 206; BAUCCELL LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), Comentarios, 2004, 1054; COLMENERO MENÉNDEZ, CP Comentado, 2004, 869; GARCÍA MECA/MARTÍNEZ CONESA, El tráfico de información privilegiada, 2005, 57; VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS, Comentarios, 2005, 1448; JAÉN VALLEJO, CPC (97), 2009, 121. En la doctrina alemana, cfr. PFISTER, ZGR (2), 1981, 318, 337; GRUNEWALD, ZBB (3), 1990, 128 ss; OTTO, Der Mißbrauch von Insider-Informationen, 1994, 450, 452; KOHLMANN, Das Strafrecht, 1995, 455; BERGMANN/DREES, StraFo (9), 2005, 365; ASSMANN, Kommentar, 2006, 393; TIEDEMANN, Wirtschaftsstrafrecht, 2006, 163; ALTENHAIN, Kölner Kommentare zum Unternehmens, 2007, 2453; PAWLIK, Verbot von Insidergeschäften, 2007, 397; VOGEL, Derecho penal del mercado de valores, 5, 2008. En Italia, SANGIOVANNI, ZStW, 2000, 158; Wistra (5), 2000, 171. .

probablemente su tutela no se encuentra al alcance del Derecho Penal¹³³, por esta razón, sostiene que es a través de la LMV y de los órganos funcionales que se debe intentar mantener la confianza en el mercado de valores¹³⁴. Mientras que el Derecho Penal debe ser más selectivo al castigar, de entre todos los deberes de actuar y omitir del *insider*, aquéllos que por su gravedad afecten considerablemente el correcto funcionamiento del mercado de valores. Para esto –concluye– habrá que delimitar el círculo de sujetos activos, marcar los límites de las informaciones no utilizables en bolsa e incluir, en el tipo penal, un límite cuantitativo que mida el grado de ofensividad de las operaciones de iniciados, y que permita excluir del ámbito penal las conductas que no alcancen dicho límite.

Finalmente, esta diversidad de objetos jurídicos enmarcados en la protección (genérica) del correcto funcionamiento del mercado de valores, ha dado lugar a que algún autor, verbigracia *MARTÍNEZ-BUJÁN*, sostenga que estamos frente a un bien jurídico supraindividual difuso, institucionalizado o espiritualizado¹³⁵. A continuación nos ocuparemos de las distintas teorías sobre el bien jurídico protegido en el *insider trading*, valorando críticamente cada una ellas y tomando posición sobre la interpretación que consideramos correcta.

¹³³ VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS, Comentarios, 2004, 1420- 1421; VALLE MUÑIZ, Comentarios, 2005, 681.

¹³⁴ Durante el debate parlamentario previo a la aprobación de esta figura delictiva hubo posiciones encontradas. Así, el Sr. Arqueros Orozco (Grupo Popular, C/511/15564) defendió que la regulación de estas conductas debía reservarse a la intervención administrativa; en cambio, el Sr. Mohedano (Grupo Socialista, C/511/15566) consideró que la regulación administrativa era insuficiente para lograr la protección del mercado. Cfr. al respecto, LÓPEZ GARRIDO/GARCÍA ARÁN, La voluntad del legislador, 1996, 142.

¹³⁵ ARROYO ZAPATERO, El abuso de información privilegiada, 1995, 56; FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 61; MARTÍNEZ- BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 285-286; DPE, 2002, 115; DP PE, 2004, 583; BAJO FERNÁNDEZ, Uso de información privilegiada, 1999, 644; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 524; RODRÍGUEZ MOURULLO, Anales, 2007, 604. En contra, ALTENHAIN, Kölner Kommentare zum Unternehmen, 2007, 2453.

1. La protección de intereses privados

1.1) *Los intereses societarios como bien jurídico*

Ha sido ampliamente difundida la idea de que el uso de información privilegiada lesiona los intereses de la sociedad emisora de los valores sobre los que recae la explotación de dicha información, ya que tal conducta implica la infracción de un deber de lealtad que vincula al iniciado con la empresa en la que desempeña su actividad profesional¹³⁶. Esta percepción surge de forma paralela al intento primigenio de castigar las operaciones de iniciados en el ordenamiento norteamericano anterior a la aprobación de la *Securities Exchange Act* en 1934¹³⁷. Así pues, resulta imprescindible exponer *hic et nunc* el origen del denominado “deber fiduciario” (*fiduciary duty*) como fundamento legal para justificar la punición del *insider trading*.

¹³⁶ Vid. entre otros, DE GISPERT PASTOR, RDBB, 1982, 56; SÁNCHEZ GUILARTE, RDBB, 1985, 932; SÁNCHEZ GUILARTE/TAPIA HERMIDA, RDBB, 1987, 754-757; Directiva sobre operaciones de iniciados, 1988, 114; GONZÁLEZ CUSSAC, CPC, 1989, 124-125; VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, La utilización abusiva de informaciones confidenciales, 1991, 13-14; LÓPEZ CABALLERO, ¿Qué es el insider trading?, 1991, 303; VARELA VARAS, AMF, 1992, 2; HERRERA HERRERA, Los delitos económicos, 1992, 96; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, ADPCP, 1993, 1039; en: Bacigalupo (dir.), Curso, 2005, 343; LÓPEZ PEREGRÍN, APen, 1993, 423-424; PAZ RUBIO, CuadDJ, 1993, 146; GARCÍA CIRIZA, AMF, 1994, 2; ARGANDOÑA, Información privilegiada, 1994, 130; FRANCH MENEU, Problemas éticos, 1995, 205; MARTÍNEZ FLÓREZ, EJB, 1995, 3555; VIVES TORRENTS, Mercados financieros, 1995, 54; WERHANE, La ética en los mercados financieros, 1995, 484; GIUDICELLI-DELAGE, El delito de iniciados, 1995, 405; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 229; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 268, 277; GÓMEZ PAVÓN, ICADE, 1997, 246-247; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 185; RDBB, 1997, 1423; El abuso de información privilegiada, 2007, 39; LÓPEZ LOZANO, Información privilegiada en los mercados de valores, 1997, 38; LL, 1997-IV, 1365; LL, 2002-I, 1867-1868; RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 319, 324; Protección penal, 2002, 131; TERRADILLOS BASOCO, Protección penal del mercado financiero, 1998, 163; FERNÁNDEZ OUBIÑA, El abuso de información privilegiada, 1998, 5-6; BAJO FERNÁNDEZ, Uso de información privilegiada, 1999, 643; GÓMEZ-BEZARES, BEE, 2000, 266; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 523- 524; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 188; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 106 n. 6, 126; PUENTE ABA/PERNAS GARCÍA, El abuso de información privilegiada, 2004, 355; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 182; VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS, Comentarios, 2004, 1420; Comentarios, 2005, 1448; RODRÍGUEZ/VAQUERO LAFUENTE, ICADE, 2005, 227-228; GARCÍA SANTOS, La regulación del abuso de mercado, 2005, 166; MONROY ANTÓN, RDBB, 2005, 59; El delito de abuso de información privilegiada, 2006, 146; en Alemania, RÜMKER, BB, 1972, 1208, 1211; HORN, ZHR (136), 1972, 369, 387; HOLSCHBACH, NJW, 1973, 2006, 2007; BRUNNER, SAG (48), 1976, 181; OTTO, Der Mißbrauch von Insider-Informationen, 1994, 450; en la doctrina suiza, HURTADO POZO, Der Mißbrauch von Insider-Informationen, 1994, 412, 413.

¹³⁷ Cfr. por todos, SÁNCHEZ GUILARTE/TAPIA HERMIDA, El abuso de información privilegiada, 1987, 754-757; FERNÁNDEZ ATELA, RDBB, 1988, 575; MARTÍNEZ FLÓREZ, RDM, 1991, 810; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 277; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 183.

1.1.1) La teoría del deber fiduciario (*fiduciary duty theory*)

Esta postura, que algunos conciben como un modelo de regulación orientado a proteger intereses exclusivamente privados¹³⁸, tiene su origen en diversas sentencias del Tribunal Supremo de los Estados Unidos que apoyaban la persecución de los iniciados, pero que fueron dictadas sobre la base del Derecho común y de la legislación sobre actos ilícitos que no regulaban directamente el fenómeno del uso de información privilegiada bursátil, sino que trataban de eliminar cualquier tipo de fraude o engaño en relación con la negociación de los valores¹³⁹. Se aplicaba, pues, a los supuestos de *insider trading* una legislación etérea e insuficiente para combatir las operaciones de iniciados, por lo que, como era de esperar, la aplicación de tales normas sancionadoras del fraude devendrían ineficaces.

En el Derecho común, la punición del fraude requería que el sujeto hubiese infringido con su actuación un deber fiduciario, de ahí que, para el castigo de las operaciones con información privilegiada los tribunales exigieran, así mismo, la concurrencia en el sujeto de un deber de lealtad. De esta forma, el quebrantamiento de ese deber de lealtad se convirtió en parte integrante del *insider trading*¹⁴⁰. Ahora bien, sobre el contenido del deber fiduciario siempre hubo consenso, no así en cuanto a los beneficiarios de tal deber.

En esta línea, *PRIETO del PINO* sostiene que “el contenido de ese deber consistía en dar a conocer a la contraparte contractual en un negocio sobre valores la información

¹³⁸ En este sentido, VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, *La utilización abusiva de informaciones confidenciales*, 1991, 14; GÓMEZ INIESTA, *La utilización abusiva de información privilegiada*, 1997, 277; MINGELL ELEIZALDE, *La información privilegiada*, 1999, 3970- 3971; VARELA VARAS, AMF, 1992, 2.

¹³⁹ Cfr. FERNÁNDEZ ATELA, RDBB, 1988, 575; AKASHI, *Insider trading*, 1990, 28; MARTÍNEZ FLÓREZ, RDM, 1991, 808, 810; VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, *La utilización abusiva de informaciones confidenciales*, 1991, 14; GARCÍA CIRIZA, AMF, 1994, 5; ESTRADA, *Insider trading*, 1994, 2 n. 1; ESTEVAN DE QUESADA, RGD, 1995, 13446 n. 16, 13451; RUIZ RODRÍGUEZ, *Protección penal del mercado de valores*, 1997, 324; MONTES ÁLVARO, *El delito de información privilegiada*, 2004, 1225; PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 183; ARROYO RODRÍGUEZ/VAQUERO LAFUENTE, ICADE, 2005, 238-239; MONROY ANTÓN, *Derecho & Empresa*, 2005, 8; QUINTANAR DÍEZ, CPC, 2006, 164 n. 14; *Los delitos bursátiles*, 2006, 35 n. 35; ALTENHAIN, *Kölner Kommentare zum Unternehmens*, 2007, 2470; PAWLIK, *Verbot von Insidergeschäften*, 2007, 402.

¹⁴⁰ Así, LÓPEZ LOZANO, *Información privilegiada en los mercados de valores*, 1997, 38; LL, 1997-IV, 1366; PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 183.

privilegiada relativa a éstos a la que se había tenido acceso”¹⁴¹. Pero, ¿quiénes estaban constreñidos por ese deber y quiénes eran acreedores del mismo? Con relación a los destinatarios del deber fiduciario existió uniformidad en las distintas interpretaciones, así, por ejemplo, *FERNÁNDEZ ATELA* apunta que los tribunales, en aplicación de la *fiduciary duty*, “reconocieron que los altos cargos y los miembros del consejo de administración tienen un deber de fidelidad, o de lealtad”; por su parte, *VALENZUELA/PEINADO* defienden la existencia de un deber fiduciario entre la sociedad y sus directivos y administradores¹⁴².

En cuanto a los beneficiarios del deber de lealtad, que es donde existieron mayores discrepancias, surgieron tres corrientes. La posición mayoritaria, concentrada en los tribunales inferiores, sostenía que ese deber se orientaba hacia la sociedad exclusivamente, es decir, que los directivos y empleados de empresas que operaban con información privilegiada no tenían un deber fiduciario frente a los accionistas, por lo que no estaban obligados a revelarles dicha información¹⁴³. Un sector minoritario, por el contrario, apostaba por la existencia de una relación fiduciaria entre los directivos y empleados de la sociedad y los accionistas que vendían sus acciones¹⁴⁴. Una tercera corriente asumió una posición ecléctica al exigir a los directores o empleados de la sociedad que, conforme a las exigencias de la buena fe y siempre que concurrieran en su caso “hechos especiales”, revelaran a los accionistas la información relevante a la que habían tenido acceso. Esta postura, conocida como “*special facts approach*”, se consolidó como doctrina mayoritaria, sobretodo después de que la Corte Suprema Federal la aplicara en el caso *Strong v. Repide* (1909).

¹⁴¹ PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 183.

¹⁴² VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, *La utilización abusiva de informaciones confidenciales*, 1991, pág. 14. En el mismo sentido, HERNÁNDEZ SAINZ, RDBB, 1998, 768; MINGUELL ELEIZALDE, *La información privilegiada*, 1999, 3970.

¹⁴³ Así, suele citarse en la jurisprudencia norteamericana el Caso *Sampson v. Hunt* (1977) y en la jurisprudencia británica los casos *Percival v. Bright* (1902) y *Allen v. Hyatt* (1914). *Vid.* para mayores detalles de la jurisprudencia estadounidense y británica sobre la materia, FERNÁNDEZ ATELA, RDBB, 1988, 575; VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, *La utilización abusiva de informaciones confidenciales*, 1991, 14-15 n. 21; PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 183.

¹⁴⁴ Así, MOREDA DE LECEA, BEE, 1996, 372, sostiene que el uso de información privilegiada en beneficio propio lesiona el deber de fidelidad que los directivos o consejeros deben a los accionistas de la empresa que gestionan. En el mismo sentido, SÁNCHEZ GUILARTE, RDBB, 1985, 932; GARCÍA CIRIZA, AMF, 1994, 5; VIVES TORRENTS, *Mercados financieros*, 1995, 54; GÓMEZ PAVÓN, ICADE, 1997, 249 n. 18.

La aplicación de esta corriente trajo consigo dos importantes limitaciones, a saber: que la venta de acciones de un alto cargo o empleado de la sociedad a un no accionista estaba exenta del deber de revelar la información, por un lado y; por otro, que el deber de revelar la información sólo era exigible en las transacciones “cara a cara” (*face to face*), se excluían, por tanto, las compraventas en los mercados impersonales¹⁴⁵. De este modo, los accionistas estaban protegidos siempre que actuaran fuera del mercado de valores, pero no si negociaban en éste. Pese a esto, el deber de revelar información privilegiada fue experimentando una mayor rigurosidad, al punto que, el silencio de un alto cargo en una operación cara a cara podía llegar a interpretarse como un acto fraudulento.

Toda vez que el Derecho común –al que nos hemos referido– fue sustituido por la legislación federal sobre títulos valores creada tras el crack bursátil de 1929, las operaciones de iniciados tuvieron una regulación más específica a través de la Ley de Intercambio de Valores (SEA) de 1934, particularmente en las Secciones 10 y 16. Así, pues, en esta etapa la Sección 10 b y su desarrollo reglamentario materializado en la Regla 10 b- 5 constituían el principal instrumento de lucha contra el *insider trading*¹⁴⁶. Se pretendió, pues, por medio de esta regulación, superar la exclusión que habían sufrido los mercados impersonales respecto de la obligación de revelar información confidencial o abstenerse de contratar; no obstante, no tuvo un efecto inmediato¹⁴⁷.

¹⁴⁵ FERNÁNDEZ ATELA, RDBB, 1988, 575 n. 57, 576 y PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 183 n. 143, 166, 167, hacen referencia a la resolución recaída en el caso *Goodwin v. Aggasiz* (1933), donde la Corte Suprema estimó –basado en el *Common Law*- que no había obligación de revelar en el ámbito del mercado de valores; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, ADPCP, 1993, 1039; en: Bacigalupo (dir.), Curso, 2005, 343; ENTRENA RUIZ, Información privilegiada en el mercado de valores, 2006, 479.

¹⁴⁶ Aunque, como hemos mencionado, estas leyes tenían un marcado carácter preventivo antes que punitivo. En este sentido, SÁNCHEZ GUILARTE/TAPIA HERMIDA, RDBB, 1987, 778; FERNÁNDEZ ATELA, RDBB, 1988, 565; OLIVER ALFONSO, AF, 1990-II, 2175-2176; MARTÍNEZ FLÓREZ, RDM, 1991, 807; HERRERO HERRERO, Los delitos económicos, 1992, 60, 89; LÓPEZ PASCUAL, AF, 1992-I, 199; VARELA VARAS, AMF, 1992, 2; LÓPEZ PEREGRÍN, APen, 1993, 423; ESTRADA, *Insider trading*, 1994, 2 n. 1; GARCÍA CIRIZA, AMF, 1994, 4; ESTEVAN DE QUESADA, RGD, 1995, 13451; MOREDA DE LECEA, BEE, 1996, 368; LÓPEZ LOZANO, LL, 2002, 1868; MONROY ANTÓN, *Derecho & Empresa*, 2005, 7-8; ENTRENA RUIZ, Información privilegiada en el mercado de valores, 2006, 476.

¹⁴⁷ Según, FERNÁNDEZ ATELA, RDBB, 1988, 576, fue en el Caso *Cady v. Roberts* (1961), cuando la SEC comenzó a aclarar la construcción doctrinal que se debía seguir para perseguir el *insider trading*. Así, la SEC propuso atacar las operaciones de iniciados basándose en la injusticia de éste (*unfairness doctrine*).

La teoría del deber fiduciario volvió a tener vigencia bajo el imperio de la Regla 10 b- 5, ya que fue invocada expresamente por el Tribunal Supremo en casos emblemáticos de la jurisprudencia norteamericana, nos referimos, pues, a los famosos casos Chiarella (1980) y Dirks (1983). En éstos, la Corte restringió la aplicación de la Regla 10 b- 5 al establecer que para que un sujeto con información privilegiada quede sometido a la regla “divulgar o abstenerse” (*abstain or disclosure rule*¹⁴⁸) y responda por *insider trading* es imprescindible que se encuentre en una relación fiduciaria o de confianza con la sociedad cuyos valores son objeto de la transacción y con sus accionistas. De ahí que, el iniciado tiene dos alternativas: o bien revelar la información y realizar la transacción, o bien abstenerse de llevar a cabo operaciones sobre los títulos a los que la información se refiere. La infracción de esta regla trae consigo la responsabilidad por *insider trading* frente a la otra parte de la transacción¹⁴⁹.

1.1.2) Teoría de la apropiación indebida (*misappropriation theory*)

Como reacción frente a la interpretación restrictiva realizada por el Tribunal Supremo en los casos antes mencionados, surgió la de denominada doctrina de la apropiación indebida (*misappropriation theory*) en virtud de la cual, una persona actúa de forma fraudulenta respecto de la compra o venta de títulos valores en los términos establecidos por la regla 10 b-5, y, por tanto, responde por *insider trading*, cuando utiliza a título personal una información que le ha sido confiada para otros fines, vulnerando así el deber fiduciario que le obliga frente al titular de la información¹⁵⁰. Como vemos, los elementos esenciales de esta teoría son el fraude –entendido como uso indebido de información– y el quebrantamiento de un deber fiduciario, aunque la concurrencia de

¹⁴⁸ La obligación de “revelar o abstenerse” impuesta a los iniciados mediante la teoría del deber fiduciario es también conocida por la doctrina y jurisprudencia norteamericana como “*disclosure or refrain rule*”, o “*disclose or abstain*”.

¹⁴⁹ Vid. para más detalles sobre la evolución de la teoría del deber fiduciario, FERNÁNDEZ ATELA, RDBB, 1988, 575- 580; MARTÍNEZ FLÓREZ, RDM, 1991, 808-813; GARCÍA CIRIZA, AMF, 1994, 5; HERNÁNDEZ SAINZ, RDBB, 1998, 767 n. 55.

¹⁵⁰ Vid. ampliamente sobre el contenido de esta teoría, FERNÁNDEZ ATELA, RDBB, 1988, 580- 583; VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, La utilización abusiva de informaciones confidenciales, 1991, 16-17; MARTÍNEZ FLÓREZ, RDM, 1991, 813-815; HERNÁNDEZ SAINZ, RDBB, 1997, 1423-1426; ENTRENA CUESTA, Información privilegiada en el mercado de valores, 2006, 484 ss; PAWLIK, Verbot von Insidergeschäften, 2007, 402.

ambos no implique perjuicio patrimonial alguno¹⁵¹. Se castiga, pues, la privación –por parte del iniciado– del uso exclusivo de la información a la que tiene derecho su empresa, además de la infracción del deber de lealtad.

Pese a que la concurrencia del deber fiduciario en el *insider* se constituyó como un requisito para castigarle por el uso de información privilegiada, algunos autores sostienen que los intereses societarios nunca han estado en la esfera de protección de la regla 10 b- 5 estadounidense, ya que ésta se proyecta al amparo exclusivo de los inversores y la transparencia del mercado como parte integrante del sistema económico¹⁵².

Finalmente, se considera que el quebrantamiento del deber de lealtad trae como consecuencia serios perjuicios económicos para la empresa, los que se traducen en daños patrimoniales y daños en su reputación¹⁵³.

1.1.3) Los daños patrimoniales a la sociedad

Para explicar los eventuales perjuicios que la empresa puede sufrir con las operaciones de iniciados, la doctrina suele citar ejemplos relativos al lanzamiento, por parte de una

¹⁵¹ Así se pronunció la Suprema Corte de Justicia norteamericana en el Caso US v Carpenter (1986). Citado por FERNÁNDEZ ATELA, RDBB, 1988, 580. En el mismo sentido, VARELA VARAS, AMF, 1992, 3, aduce que en aplicación del modelo del deber fiduciario no es necesario que la actuación ilegal produzca un perjuicio económico a la sociedad. Cita, como ejemplo, el caso SEC v Texas Gulf Sulphur, en el que unos altos cargos de la compañía compraron acciones de la sociedad antes de que estallara una huelga en el sector del cobre que implicó un alza en las acciones de Texas Gulf Sulphur. Pese a esta interpretación, es preciso mencionar que cuando se materializa un perjuicio económico, debe establecerse una relación de causalidad entre el daño y la actuación ilícita.

¹⁵² En este sentido, PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 184 n. 168, sostiene que la exigencia del deber fiduciario para castigar las operaciones de iniciados no implica que ese deber sea en sí mismo lo que se protege, por lo que, manifiesta su oposición a la postura de GÓMEZ INIESTA (La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 278), quien al exponer el contenido de la *fiduciary duty theory* manifiesta que en virtud de esta construcción la normativa anti-insider debe dirigirse exclusivamente a la protección de los intereses de la empresa, ya que la conducta del iniciado “quiebra los deberes de lealtad y confianza para con la sociedad a la que están vinculadas aquellas personas que por razón de su cargo o funciones conocen información de la misma y se aprovechan de ella”. Cfr. DE GISPERT PASTOR, RDBB, 1982, 57 n. 65; LÓPEZ CABALLERO, ¿Qué es el insider trading?, 1991, 302; VARELA VARAS, AMF, 1992, 2; GARCÍA CIRIZA, AMF, 1994, 4; RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 325.

¹⁵³ Vid. HURTADO POZO, Der Mißbrauch von Insider-Informationen, 1994, 413, 414; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 277; MONROY ANTÓN, RDBB, 2005, 59; El delito de abuso de información privilegiada, 2006, 146.

compañía, de una oferta pública de adquisición sobre otra sociedad. En este sentido, se plantea que las personas que trabajan para la empresa oferente pueden comprar masivamente, antes que la noticia de la próxima adquisición sea pública, acciones de la sociedad afectada a bajo costo y luego venderlas a su propia compañía a un precio mayor¹⁵⁴. Así mismo, se recurre al supuesto inverso, esto es, cuando el sujeto que trabaja para la compañía afectada tiene conocimiento que su empresa será adquirida, realiza una compra de acciones –que antes no tenía– para venderlas a un mejor precio cuando la información se haga pública.

Como veremos al analizar el patrimonio del inversor individual como eventual bien jurídico protegido, aquí también se recurre al argumento de la extrema dificultad para comprobar el nexo causal entre la actuación del iniciado y el perjuicio ocasionado a la empresa; sin embargo, se ha propuesto que, para determinar el daño patrimonial de la compañía, hay atender a la diferencia existente entre el bajo costo de compra enterado por el iniciado y el mayor precio obtenido con la venta de las mismas acciones a la sociedad adquirente¹⁵⁵.

Por otro lado, hay quienes –siguiendo las formulaciones iniciales– recurren al quebrantamiento del deber de lealtad y a la teoría de la apropiación indebida para ilustrar el grado de nocividad que las operaciones de iniciados causan en el patrimonio de la empresa¹⁵⁶. En este sentido, *VALENZUELA/PEINADO* sostienen que con el modelo de la apropiación indebida se resta importancia al beneficio ilegítimo obtenido por el iniciado y el consiguiente daño emergente producido a la empresa, por lo que, la atención se centra en el *lucro cesante* que sufre la sociedad por ser la legítima titular de

¹⁵⁴ Así, por ejemplo, PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 187 n. 181, siguiendo a *MANNE*, hace alusión al caso *Brophy v. Cities Service Co.* para ilustrar los perjuicios económicos que puede sufrir la empresa con el *insider trading*. Así, pues, comenta que –en este caso– como consecuencia de las compras efectuadas por un iniciado, la compañía oferente tuvo que adquirir los últimos paquetes de valores a un precio más elevado.

¹⁵⁵ *Vid.* PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 187; MONROY ANTÓN, RDBB, 2005, 60; *El delito de abuso de información privilegiada*, 2006, 148.

¹⁵⁶ Así, VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, *La utilización abusiva de informaciones confidenciales*, 1991, 15-16; VIVES TORRENTS, *Mercados financieros*, 1995, 54; MOREDA DE LECEA, BEE, 1996, 372- 374.

la información que el iniciado utiliza en sus operaciones¹⁵⁷. La consecuencia de esta teoría –señalan los autores– conlleva a la sinrazón de considerar punibles ciertas conductas que no tendrían esa consideración cuando fuesen llevadas a cabo por las empresas teóricamente propietarias de la información¹⁵⁸; no obstante, declaran que esta postura será admisible siempre que se valore desde la estricta defensa de los intereses meramente privados¹⁵⁹.

1.1.4) Daños a la reputación de la empresa

Con relación a esta postura, se argumenta que los directivos de una sociedad, en su afán de obtener buenos réditos mediante el uso de información privilegiada sobre los valores emitidos por ésta, pueden descuidar su actividad profesional e incluso procurar la

¹⁵⁷ En esta misma línea, aunque concibiendo la infracción del deber de fidelidad como un daño en sí mismo, MOREDA DE LECEA, BEE, 1996, 372- 374, aduce que la información es de uso exclusivo de la sociedad, ya que es generada por el normal desempeño de la actividad empresarial y tiene como fin el crecimiento de la empresa. Así, pues, la información privilegiada forma parte del patrimonio de la empresa y el uso de la misma implica una apropiación indebida similar a la administración desleal de patrimonio ajeno por quien abusa de una posición de confianza. En parecidos términos, HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 186, expresa que los defensores de los intereses societarios han llegado a proponer que, además de la relación fiduciaria existente entre los administradores y la sociedad, también deben protegerse los “derechos de propiedad” que la sociedad tiene sobre la información generada por ella. Se alega, pues, que la información privilegiada pertenece a la sociedad y que sólo ella puede usarla, por lo que, la utilización de dicha información por parte del iniciado supone una suerte de apropiación indebida. Así, pues, para esta tesis, lo reprochable es la forma de obtener la información y no su utilización abusiva; LÓPEZ LOZANO, LL, 2002-I, 1867, sostiene que la propiedad de la información privilegiada pertenece a la empresa, pero que en el caso de las compañías que cotizan en bolsa, dicha propiedad no tiene un carácter absoluto, sino que se extiende a los accionistas y a los inversores en general, por lo que la apropiación de esa información supone una “sustracción de bienes ajenos”; VANEGAS MORALES, El mercado de valores y la información privilegiada, 1992, 157, 159; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, ADPCP, 1993, 1040; en: Bacigalupo (dir.), Curso, 2005, 344; ARGANDOÑA, Información privilegiada, 1994, 126, 130; FRANCH MENEU, Problemas éticos, 1995, 205; OTTO, El abuso de información privilegiada, 1995, 457; GÓMEZ PAVÓN, ICADE, 1997, 249 n. 18; VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS, Comentarios, 2005, 1448.

¹⁵⁸ En relación con este supuesto, PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, pág. 189 n. 188, remite a la legislación helvética donde se ha acuñado un principio en virtud del cual “nadie puede ser su propio iniciado”. Así, pues, con arreglo a dicho principio, aplicable sólo a una persona jurídica o a los órganos o sujetos que actúan en su nombre, no encajan en el tipo delictivo del art. 161 StGB las operaciones llevadas a cabo por una empresa o en representación de sus intereses en las que se ha utilizado información privilegiada. La razón –apunta la autora– es la inexistencia del quebrantamiento del deber de lealtad para con la empresa, “de ahí que, aunque se lesione la igualdad de oportunidades de los inversores, no se ha dado cumulativamente la lesión de ambos bienes jurídicos de la que depende la aplicación del art. 161. HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 186, plantea que desde esta perspectiva, si quien usa la información es su verdadero dueño, esto es, la sociedad, la conducta carecerá de sanción aún cuando se ocasione un daño al mercado; MONROY ANTÓN, RDBB, 2005, 62; El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores, 2006, 148.

¹⁵⁹ Cfr. VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, La utilización abusiva de informaciones confidenciales, 1991, 17.

debacle del negocio cuando así lo requieran sus intereses¹⁶⁰. Desde una perspectiva criminológica, se ha planteado el ejemplo del sujeto que para rentabilizar las acciones de una compañía rival a la suya y en la que ha comprado acciones, difunde noticias negativas que afectan a los valores de su empresa, no sin antes haber vendido dichos valores¹⁶¹.

Según *PRIETO del PINO* esta posición ha sido minimizada con diversos argumentos que, no obstante, no descartan por completo la concurrencia de la situación antes planteada. Así, por ejemplo, se alega que los ataques intencionados a los intereses de la compañía, se reducen en la medida en que las decisiones sobre la marcha del negocio son colegiadas. Así, pues, la realización de una conducta lesiva para los intereses de la empresa requerirá del consenso de todos los ejecutivos, lo cual es muy difícil si asumimos que cualquiera de ellos podría delatar a los demás, destruyendo así el plan, siempre que los beneficios a obtener con la delación sean mayores que los esperados con la ejecución de la trama. Otro argumento es que los directivos difícilmente optarán por hundir a la empresa, ya que sobre ellos pende un interés por mantener una excelente reputación y asegurarse una buena posición social y profesional.

La autora antes citada, realiza una valoración crítica del planteamiento expuesto. Al respecto considera –con razón– que la determinación del contenido de lesividad de las operaciones de iniciados está sujeta a los efectos que éstas generan y no a los resultados producidos con la realización de otras conductas. En este sentido, aduce que el daño a la reputación de la empresa es ocasionado por la difusión de noticias negativas para la misma, pero no por el uso de información privilegiada. Así, expresa que por mucho que el uso de información relevante tenga conexión con otras conductas nocivas para la empresa, esto no implica que los daños ocasionados deban atribuirse a las operaciones de iniciados. Se trata, por tanto, de comportamientos que “causan un daño distinto y, en todo caso, adicional al irrogado por el uso de información privilegiada”.

¹⁶⁰ En este sentido, MARTÍNEZ FLÓREZ, EJB, 1995, 3555; ESTEVAN DE QUESADA, RGD, 1995, 13448-13449; GARCÍA SANTOS, La regulación del abuso de mercado, 2005, 173.

¹⁶¹ *Vid.* PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 186.

En definitiva, se ha señalado que como consecuencia de la difusión de noticias negativas para la empresa y el uso de información reservada, se pueden producir daños en la reputación de la sociedad; sin embargo, dado al carácter inmaterial, la evaluación de estos daños resulta aún más difícil que los supuestos daños patrimoniales¹⁶².

Al analizar la conducta del iniciado en el ámbito societario, G. INIESTA considera que estamos frente a una actuación que infringe la obligación de fidelidad que los empleados deben a su empresa, ya que el uso de información privilegiada implica una actividad de gestión más en interés propio que en el de la sociedad, un abuso de confianza en el ejercicio del cargo al obrar en interés personal y, en consecuencia, en contra del interés social. La información –sostiene el autor– que se genera por el funcionamiento de la empresa debe aplicarse no en beneficio propio, sino en beneficio de la sociedad, por lo que el uso de la misma, aprovechando la especial posición dentro de la compañía, supone un claro acto ilícito del administrador que debería llevar consigo únicamente la respectiva exigencia de responsabilidad de la sociedad al administrador (responsabilidad jurídico-privada)¹⁶³. Mediante estas conductas –continúa– se incumple una relación contractual que une al iniciado con la sociedad (mandato, relación de consulta, orgánica, etc), lo que traerá como consecuencia que la sociedad cotizada pierda su credibilidad (daño a la imagen o a la reputación ante la escasa solidez de sus valores), y presente serias dificultades para poder acceder al capital de inversión. El fraccionamiento de dicha relación jurídica faculta a la sociedad a exigir responsabilidad directa de tipo contractual al iniciado¹⁶⁴. De esta manera, el autor, aunque admite la existencia de daños a la reputación y al patrimonio de la empresa, parece excluir los intereses patrimoniales societarios del ámbito de protección penal del *insider trading*, pues concibe, además, que las posibles operaciones de iniciados que afecten intereses privados de la sociedad, podrían encontrar coto en el ámbito mercantil.

¹⁶² Vid. PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 188; MONROY ANTÓN, RDBB, 2005, 60; *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores*, 2006, 148. Según GÓMEZ INIESTA, *La utilización abusiva de información privilegiada*, 1997, 277, 279, primero debe determinarse si las operaciones con información privilegiada encajan dentro de aquellos actos que suponen un perjuicio patrimonial a la sociedad a causa del descrédito que se provoca en sus valores negociados que son objeto de la transacción y que generan serias dificultades para que la sociedad emisora pueda recurrir al mercado primario a fin de obtener nuevas fuentes de financiación.

¹⁶³ GÓMEZ INIESTA, *La utilización abusiva de información privilegiada*, 1997, 279; en parecidos términos, GRUNEWALD, ZBB (3), 1990, 130.

¹⁶⁴ *Ibidem*.

Por su parte, *BAJO/BACIGALUPO*, al referirse al bien jurídico protegido en el art. 285 CP, avalan la idea de que en la penalización del *insider trading* no solo se tomó en cuenta la protección del mercado y los inversores, sino también, aunque de forma indirecta, la lealtad frente a la emisora de los valores, protegiéndose, por tanto, intereses empresariales¹⁶⁵. La prueba de ello –sostienen los autores– es que en el art. 285 CP se incluyen como sujetos activos tanto a los empresarios del sector bursátil como a los profesionales de la compañía emisora del valor, lo cual resultaría innecesario si no fuera porque también se ha valorado el quebrantamiento de la lealtad con la entidad emisora del valor¹⁶⁶. En Suiza, *BRUNNER* identificaba el factor delictivo de las operaciones con

¹⁶⁵ HERNÁNDEZ SAINZ, RDBB, 1998, 767-768, en un amplio estudio de la legislación francesa en materia de *insider trading*, expone que inicialmente en el Derecho francés se acuñaron las construcciones estadounidenses y en especial la *fiduciary duty theory*, aunque a los pocos años fueron abandonadas por su ineficacia manifiesta. Así, pues, en la *Ordonnance* de 1967 se abordó la figura desde una perspectiva societaria, al considerarse que el uso de información privilegiada constituía un abuso de confianza o abuso de bienes sociales, por lo que, la relación de fiducia o confianza que debe mediar entre los administradores u otros altos cargos y la sociedad era el bien jurídico salvaguardado por la prohibición del *insider trading*. Al parecer, el legislador español adoptó este criterio en el ACP/1992, ya que la ubicación sistemática del *insider trading* entre los delitos societarios (art. 298), denota que se estaba pensando en la protección de los intereses empresariales. Posteriormente, en el PCP/1992, se modificó la redacción y el círculo de sujetos ya no se circunscribía más al ámbito societario, aunque la ubicación sistemática seguía siendo la misma. Fue en el art. 281 del PCP/1994 que se retomó la penalización del uso de información privilegiada desligado de los delitos societarios y se introdujo en el Cap. XI “De los delitos relativos a la propiedad industrial, al mercado y a los consumidores”. *Vid.* ARROYO ZAPATERO, El abuso de información privilegiada, 1994, 70 ss; El abuso de información privilegiada, 1995, 56; GARCÍA CIRIZA, AMF, 1994, 10; FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 76-78; ESTEVAN DE QUESADA, RGD, 1995, 13469; LANDECHO VELASCO/MOLINA BLÁZQUEZ, PE, 1996, 259; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 278 n. 72; GÓMEZ PAVÓN, ICADE, 1997, 246; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 185 n. 44; FERNÁNDEZ OUBIÑA, El abuso de información privilegiada, 1998, 5; TERRADILLOS BASOCO, Protección penal del mercado financiero, 1998, 163; MONROY ANTÓN, RDBB, 2005, 49; El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores, 2006, 133-134. De igual forma, HURTADO POZO, Der Mißbrauch von Insider-Informationen, 1994, 412, al referirse a los trabajos legislativos que propiciaron la aprobación del delito de iniciados en el Código penal suizo, sostiene que en sus inicios se consideró, sobretodo, la necesidad de proteger la empresa contra la deslealtad de sus miembros y la mala reputación que podría provocarle las operaciones con información privilegiada. Es posible –sostiene el autor– que la prioridad dada a la protección de esta lealtad a la empresa, se deba al hecho de que se trataba de integrar el precepto regulador de las operaciones de iniciados dentro de la reforma del Derecho de sociedades. Finalmente, el autor antes citado, destaca que el bien jurídico del art. 161 del Código penal suizo está constituido por la igualdad de los inversores y la protección de la empresa contra la violación del deber de lealtad que tienen sus empleados poseedores de la información privilegiada. Es preciso recordar que esta posición asumida por el legislador suizo obedece a que la regulación del *insider trading* fue prácticamente impuesta por los Estados Unidos de Norteamérica, por esta razón la norma fue bautizada como “lex americana”. *Vid.* al respecto, GONZÁLEZ CUSSAC, CPC, 1989, 134; HERRERO HERRERO, Los delitos económicos, 1992, 95; PAZ RUBIO, CuadDJ, 1993, 185-186; RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 328; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 182 n. 164, 177; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, en: Bacigalupo (dir.), Curso, 2005, 338.

¹⁶⁶ BAJO FERNÁNDEZ, Uso de información privilegiada, 1999, 643; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 523-524; FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 62, considera obvio que el empleo de información relevante puede ocasionar perjuicios patrimoniales a los inversores y

información privilegiada a través del abuso de confianza del iniciado frente a la empresa para la cual trabaja¹⁶⁷.

1.1.5) Críticas a la consideración de los intereses societarios como bien jurídico protegido

Frente a las posiciones defensoras de los intereses empresariales como bien jurídico protegido en las operaciones de iniciados, la doctrina penalista esgrime una serie de críticas que van desde la inexistencia de un daño real y efectivo a los intereses societarios hasta la necesidad de proteger intereses generales que van más allá de cualquier interés privado.

a la sociedad emisora, aunque admite que en todo caso dichas actividades dañan o ponen en peligro al propio sistema, que deja de ofrecer confianza al fraccionarse el principio de igualdad; RODRÍGUEZ RAMOS, Protección penal del Mercado Financiero, 2001, 540, pese a que concibe la igualdad de oportunidades de los inversores y el buen funcionamiento del mercado de valores como núcleo esencial del bien jurídico, admite que también se protegen los intereses patrimoniales de la emisora de los valores; SÁNCHEZ GUILARTE/TAPIA HERMIDA, Directiva sobre operaciones de iniciados, 1988, 114, avalan la idea de que el uso de información privilegiada ocasiona un daño –directo o indirecto– a la sociedad; ROBLEDO VILLAR, Delitos contra el patrimonio, 1997, 398, expresa que indirectamente también se protegen los intereses de los emisores y de los inversores particulares. En contra de esta interpretación, FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 126-127, sostienen que no es acertado concebir los intereses empresariales como objeto de protección del art. 285 CP, ya que el círculo de potenciales sujetos activos no está limitado a los iniciados primarios o sujetos que pertenecen a la sociedad emisora de los valores y que están constreñidos por el deber de lealtad, sino que engloba a cualquier sujeto que en virtud de su actividad profesional o empresarial pueda acceder a información relevante para la cotización de valores, aun cuando dicha actividad no guarde una conexión directa con la sociedad emisora de los valores y no exista respecto de la misma ningún deber de lealtad o fidelidad. Por su parte, GONZÁLEZ CUSSAC, CPC, 1989, 124-125, 140, destaca el interés supraindividual o colectivo, en la medida en que efectivamente se daña la credibilidad del sistema de mercado de valores y, por otro lado, el interés individual de los inversores efectiva o potencialmente perjudicados en sus expectativas, excluyendo así, la protección de los intereses empresariales; MONROY ANTÓN, El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores, 2006, 150; RDBB, 2005, 60, 63, sostiene que la defensa de los intereses societarios como bien jurídico en el *insider trading* debe ser desechada; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 189, entiende que las actuaciones con información privilegiada implican exclusivamente un atentado al principio de lealtad que debe regir en la actuación de todos los intervinientes, excluye, por tanto, la protección de los intereses societarios; en el mismo sentido, GARCÍA PAVÓN, ICADE, No. 42, 1997, 247.

¹⁶⁷ Cfr. BRUNNER, SAG (48), 1976, 181. En contra, FORSTMOSER, SAG (49), 1977, 15, señala que no es correcta la protección exclusiva de los intereses de la empresa para intentar frenar las operaciones de iniciados, pues dichas operaciones afectan directamente la igualdad de los inversores. Además –sugiere el autor– habrá casos en los que el fundamento de la lealtad frente a la empresa no ayuda más: difícilmente se podrá imponer un deber de lealtad a los periodistas iniciados y no por eso su conducta deja de afectar intereses legítimos; GRUNEWALD, ZBB (3), 1990, 129, 130, 133, considera que la regulación del *insider trading* no está encaminada a la protección de la empresa afectada, pues aunque la información privilegiada gira entorno a la evaluación de sus acciones, esto no significa aún que la esfera patrimonial de la empresa sea afectada.

Un argumento al que se recurre con mucha frecuencia es el relativo a que los intereses empresariales no constituyen el objeto de protección del art. 285 CP, ya que existen otros tipos delictivos orientados a brindar protección a dichos intereses siempre que se trate de secretos industriales o de empresa, pues su descubrimiento, revelación, cesión o difusión puede castigarse a través de los arts. 277 y siguientes del CP¹⁶⁸. Siguiendo esta línea, *TERRADILLOS* excluye los intereses empresariales como objeto de protección en el art. 285 CP, aduciendo que si se hubiese querido reforzar la lealtad del iniciado, se podría haber optado por entender que el bien jurídico tutelado es el interés empresarial vulnerado por el abuso del empleado que en tal carácter accede a la información y hace uso de ella. No obstante, califica este criterio de “harto estéril y limitado”, pues a su juicio, en el mejor de los casos, tales conductas podrían subsumirse en los tipos del descubrimiento y revelación de secretos, o, simplemente, dentro de las infracciones disciplinarias del ámbito laboral¹⁶⁹.

Por su parte, *PRIETO del PINO* niega que los intereses societarios sean el objeto de protección en las operaciones de iniciados. En primer lugar, aduce que esto es así porque el supuesto perjuicio societario no es un rasgo atribuible a todas y cada una de las operaciones con información privilegiada, pues del análisis de los efectos producidos con las operaciones de iniciados se desprende que dichas actividades no tienen por qué incidir necesariamente sobre el patrimonio y/o la fama de los emisores de valores. Además, la autora considera que si la nocividad de las operaciones de iniciados se enfocara exclusivamente en el perjuicio patrimonial societario, entonces habría que

¹⁶⁸ En este sentido, CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 229; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 126; GARCÍA CIRIZA, AMF, 1994, 2, sostiene que el uso de información privilegiada supone un incumplimiento del deber legal de secreto que puede ser objeto de sanción penal; GONZÁLEZ CUSSAC, CPC, 1989, 125, 141, opina que el interés societario o bien está inmerso dentro del genérico de los inversores perjudicados o bien habrá que reconducirlo a otra figura como la revelación de secretos industriales; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 278; sostiene que el comportamiento del *insider* societario implica una contravención de las obligaciones del administrador para con la empresa, muy próxima, en cierta medida, a la revelación de secretos industriales; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 189-190, manifiesta que ese eventual perjuicio societario que pueden ocasionar algunas operaciones de iniciados debe imputarse a la utilización de secretos empresariales en provecho propio (art. 279 CP), tipo delictivo que estaría en concurso ideal con el uso de información privilegiada; MARTÍN PALLÍN, Uso de información relevante, 1997, 7; OTTO, El abuso de información privilegiada, 1995, 458, al referirse al Derecho penal alemán, sostiene que cuando se trate de proteger los intereses empresariales no hace falta ningún tipo penal adicional –en este caso el *insider trading*–, ya que dichos intereses están suficientemente protegidos al tratarse de secretos industriales y comerciales de la empresa interesada.

¹⁶⁹ TERRADILLOS BASOCO, Protección penal, 1998, 169; Empresa y Derecho Penal, 2001, 229.

afirmar que sólo algunas de estas operaciones tienen un contenido lesivo y que por tanto sólo éstas deberían ser combatidas. Un último argumento al que recurre *PRIETO del PINO* está enfocado en la consideración de las operaciones de iniciados como un acto de *competencia ilícita* contra la propia empresa del *insider*; para esto se apoya en el ejemplo del iniciado que a sabiendas de que su compañía lanzará una OPA, utiliza dicha información y compra acciones de la sociedad afectada para luego venderlas a un precio mayor a su propia empresa. En estos casos –sostiene la autora– el perjuicio patrimonial (derivado del encarecimiento de la operación proyectada) es consecuencia de la competencia aludida, aunque también debe reconocerse que tal conducta afectará, simultáneamente, al mercado de valores¹⁷⁰.

Por otro lado, hay quienes niegan *ab initio* la existencia de un perjuicio a la imagen de la empresa, aduciendo que no es la dificultad probatoria al constatar dicho perjuicio lo que lleva a esta conclusión, sino la comprobación fáctica de que las operaciones de iniciados en realidad no lesionan este concreto ámbito de la empresa. En este sentido *MONROY* considera –con un argumento poco solvente– que no existe nexo causal entre el uso de información privilegiada y la mala reputación que estas operaciones causan a las empresas, ya que el supuesto daño a la imagen de la sociedad se producirá una vez que se descubre por el mercado en general el uso de la información relevante por parte de los iniciados y cuando esto sucede ya el delito se ha consumado. Tampoco –sostiene este autor– se ve afectada la reputación o el interés patrimonial de la empresa cuando en una fusión, en la que saldrá beneficiada la otra compañía, el iniciado compra acciones de esta última para aprovechar la plusvalía que tendrán dichos títulos al publicarse la información¹⁷¹.

Otro argumento al que recurre *MONROY* es el relativo a la ubicación sistemática del precepto, y así sostiene que si el *telos* de la norma fuese la protección de los intereses societarios, lo más coherente hubiese sido que la prohibición se recogiera en un precepto mercantil, propio del Derecho de Sociedades, y no en una norma penal ni del mercado de valores, por lo que esta es otra razón para excluir los intereses societarios del

¹⁷⁰ PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 189-190. Se acerca a esta postura, LÓPEZ CABALLERO, *¿Qué es el insider trading?*, 1991, 309.

¹⁷¹ MONROY ANTÓN, *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores*, 2006, 147; RDBB, 2005, 60.

radio de protección del art. 285 CP¹⁷². Finalmente, este autor realiza una afirmación basada en la constatación fáctica de la dinámica del mercado de valores español. En este sentido, hace alusión a los famosos casos “Tabacalera” y “Telefónica”, en donde pese a la difusión de la noticia sobre un posible uso de información privilegiada, esto no afectó en absoluto la cotización de las empresas, ni siquiera a corto plazo¹⁷³.

En la doctrina italiana resulta muy sugestiva la posición de *SEMINARA*, quien considera que las operaciones con información privilegiada no lesionan la línea principal de la sociedad concebida como ente abstracto, por lo que su regulación debe proyectarse al margen de un tipo que proteja exclusivamente los intereses internos de la sociedad; además este autor pone en duda que la reputación de la empresa haya que tutelarse. Así mismo, manifiesta –con muy buen acierto– que si la esencia lesiva de los abusos de información privilegiada radicara en el perjuicio a los intereses societarios, entonces habría que excluir automáticamente toda posibilidad de que pueda ser sujeto activo la propia entidad emisora, por lo que ésta quedaría facultada para usar libremente información privilegiada procurándose una total impunidad¹⁷⁴. Además, desde un plano objetivo, el aceptar que se deben proteger intereses societarios llevaría a que la prohibición se aplicara exclusivamente a la información reservada referida a hechos internos de la sociedad, por lo que se excluiría el uso de informaciones reservadas pertenecientes a una sociedad distinta de la del iniciado, pero a la que ha tenido acceso precisamente por su actividad laboral¹⁷⁵.

¹⁷² En parecidos términos, ORTEGO COSTALES, Bien jurídico, 1982, 430, 432, sugiere que la ubicación sistemática de los preceptos en determinados títulos del CP, prejuzga cuál es el bien jurídico que se protege. Así, sostiene que si en la parte especial el legislador agrupa los delitos atendiendo al bien jurídico, las rúbricas de los títulos, capítulos y secciones –que tienen la misma validez que el contenido de los artículos- expresan de forma vinculante cuál es el bien jurídico de todos los tipos en ellos contenidos. En tal sentido, alega que si en un determinado título se impone un bien jurídico, en buena lógica nos obliga a interpretar todo su contenido utilizando como elemento de juicio la posible lesión o peligro de dicho bien.

¹⁷³ *Idem.* 2006, 149-150; 2005, 63. En contra de esta afirmación, COBO DEL ROSAL, Fragmentos Penales I, 2002, 122, expresa que el escándalo financiero surgido con la compañía telefónica española trajo como consecuencia “la espectacular caída en picado de las acciones de Telefónica”.

¹⁷⁴ Por mi parte añado a este argumento el de que, con independencia de si el sistema jurídico positivo de un país permite o no la responsabilidad penal de la persona jurídica, en todo caso también podrían actuar con impunidad los particulares que revelaran la información privilegiada contando con el consentimiento de la propia entidad emisora.

¹⁷⁵ Citado por GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 280 y PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 189.

1.1.6) Posición personal: exclusión de los intereses societarios del ámbito de protección

Es evidente que el origen de la regulación del *insider trading* ha influido decididamente en el análisis jurídico económico de los efectos que estas operaciones pueden ocasionar en el mercado en general y, en particular, en las sociedades emisoras de valores donde el iniciado ejerce su profesión. Por ello, no es de extrañar que en la actualidad haya voces que defienden la prohibición de las prácticas de iniciados, alegando la protección del patrimonio societario. Así pues, el fenómeno del *insider dealing* siempre ha estado vinculado al Derecho de sociedades. Dicha influencia se ha materializado, incluso, en legislaciones como la helvética, en la que se ha optado –según amplia doctrina– por proteger el deber fiduciario que obliga al *insider* con la empresa en la que ejerce su actividad laboral. De igual forma, el legislador español de 1992 había adoptado, sin lugar a dudas, una concepción societaria del fenómeno, aunque finalmente desistió de su regulación entre los delitos societarios para ubicarlo en un ámbito más específico, el del mercado de valores.

Como se ha visto, el planteamiento de quienes defienden los intereses societarios como bien jurídico gira, básicamente, en torno a la infracción del deber de lealtad que trae consecuencias negativas para la imagen y el patrimonio de la empresa.

Pues bien, cierto es que las personas que están vinculadas profesionalmente a una compañía –pero no sólo emisora de títulos, sino cualquier otra que no realice operaciones en bolsa– están sometidos a cláusulas de confidencialidad, de buena gestión de los bienes sociales o de respeto al principio de buena fe (esto dependerá de su posición). En este sentido, las infracciones de estas disposiciones generan, en la mayoría de los casos, la imposición de sanciones administrativas o la responsabilidad contractual por incumplimiento y, sólo en los supuestos de mayor gravedad, puede invocarse responsabilidad penal. Pero esta última, dado el desarrollo económico y social, ya no podría aplicarse con los tipos penales tradicionales, por lo que el legislador, para dar efectivo cumplimiento a las garantías que implica el principio de legalidad, ha desarrollado a nivel legislativo lo que la doctrina denomina Derecho penal societario.

Partiendo de esta premisa, podemos realizar la primera objeción a la defensa del patrimonio societario, y para ello nos remitimos a las clases de interpretación de la ley penal y las funciones del bien jurídico. Desde esta perspectiva, una interpretación teleológica y valorativa o axiológica del tipo, nos lleva a la conclusión de que la voluntad objetiva de la prohibición contenida en el art. 285 CP, no es la proteger bienes patrimoniales de la sociedad emisora de valores. Prueba de esto es que las conductas que lesionan bienes jurídicos societarios están agrupadas sistemáticamente en un capítulo distinto de aquéllas cuyo *telos* es la regulación de un ámbito más concreto de la delincuencia económica, el denominado Derecho penal del mercado de valores. Incluso, una interpretación histórica del precepto podría avalar esta postura, ya que –como se ha dicho– el legislador de 1992 cambió radicalmente su visión del fenómeno y ya no lo circunscribió al ámbito societario. De igual forma, la función sistemática y de interpretación asignada al bien jurídico nos conduce a la misma afirmación ante la evidente distinción entre delitos que afectan a bienes jurídicos societarios y tipos penales que lesionan el mercado bursátil.

Otro argumento a favor de esta posición lo constituye la ampliación del círculo de sujetos activos del delito, de manera que ya no se exige –como lo hacía el PCP/1992– que quienes usan o suministran información privilegiada tengan algún vínculo con la sociedad emisora. Así las cosas podemos afirmar que lo que en su día fundamentaba la responsabilidad por *insider trading*, esto es, el deber fiduciario, hoy no es más que una mera referencia del origen terminológico del fenómeno.

Finalmente, hacemos nuestras las atinadas observaciones de *SEMINARA* en el sentido de que el admitir la defensa de los intereses societarios supondría legitimar el uso de información privilegiada por parte de las empresas, y esto no encaja en el sentido teleológico-valorativo de la norma, que procura garantizar la igualdad de oportunidades de todos los participantes en el mercado, por lo que su objeto de tutela se orienta hacia un interés supraindividual o colectivo que va más allá de cualquier interés de carácter societario.

Por tanto, los eventuales perjuicios que el patrimonio de la empresa pudiera experimentar por las operaciones de iniciados o conductas afines, deben ser castigados por la vía de los delitos societarios. Nos encontramos, pues, frente a una cuestión de

delimitación de figuras delictivas y no frente a un problema concursal como sugieren algunos.

1.2) *El patrimonio del inversor como objeto de protección*

La posición relativa a que las operaciones de iniciados lesionan intereses patrimoniales de carácter individual, ha sido avalada por gran parte de la doctrina¹⁷⁶ y refrendada por algunas legislaciones. No obstante, quienes defienden la tutela del patrimonio individual, admiten, además, la existencia de otros bienes jurídicos que confluyen en el correcto funcionamiento de un elemento esencial del sistema económico, esto es, el mercado bursátil. Así, pues, se argumenta que en las operaciones de compra-venta de valores, el inversor o contraparte del *insider* sufre un perjuicio patrimonial que se materializa cuando vende sus acciones antes de producirse el alza en las cotizaciones o, cuando compra unas acciones que posteriormente sufrirán una baja inminente en el precio del mercado. En ambos casos, el daño patrimonial se produce porque el precio recibido o enterado por la contraparte del iniciado, no se ajusta al valor real del título y, en consecuencia, el inversor pierde sus oportunidades de ganancias y/o asume el riesgo de pérdidas¹⁷⁷. Se trata –como apunta *GRUNEWALD*– de un planteamiento razonable que, no obstante, requiere de un análisis minucioso, para lo cual expondremos algunas tesis.

¹⁷⁶ Así, en la doctrina alemana, von STEBUT, DB (13), 1974, 617; ULMER, JZ, 1975; 626; ULSSENHEIMER, NJW, 1975, 1999; ROTH, AG, 1978, 113, 115; PFISTER, ZGR (2), 1981, 318, 337; DINGELDEY, Insider-Handel und Strafrecht, 1983, 67, 68; OTTO, Der Mißbrauch von Insider-Informationen, 1994, 450; KOHLMANN, Das Strafrecht, 1995, 455; HOPT, WILL (Citados por HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 185 n. 41). En España, SÁNCHEZ GUILARTE/TAPIA HERMIDA, RDBB, 1987, 751-752; CREMADES, LL, 1988, 908; GONZÁLEZ CUSSAC, CPC, 1989, 138, 141; DP PE, 1996, 479; VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, La utilización abusiva de informaciones confidenciales, 1991, 18, 21, 47; PAZ RUBIO, CuadDJ, 1993, 187; MORAL BELLO, ICADE, 1993, 88; ARROYO ZAPATERO, El abuso de información privilegiada, 1995, 55, 59; FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 61-63; MOREDA DE LECEA, BEE, 1996, 374; TERRADILLOS BASOCO, Protección penal del mercado financiero, 1998, 168; Empresa y Derecho Penal, 2001, 226-227; MONROY ANTÓN, RDBB, 2005, 55; El delito de abuso de información privilegiada, 2006, 141; VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS, Comentarios, 2005, 1448; JAÉN VALLEJO, CPC (97), 2009, 122, 123. En contra, LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, ADPCP, 1993, 1033, 1057; El abuso de información privilegiada, 1998, 360; en: Bacigalupo (dir.), Curso, 2005, 362; SUÁREZ GONZÁLEZ, Comentarios, 1997, 822; Compendio, 1998, 551, 554; BAJO FERNÁNDEZ, Uso de información privilegiada, 1999, 644; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 351; Relevancia jurídico penal del *insider trading*, 2005, 86; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 524- 525; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 128; QUINTANAR DÍEZ, CPC, 2006, 166.

¹⁷⁷ Cfr. entre otros, ULMER, JZ, 1975; 626; ULSSENHEIMER, NJW, 1975, 1999; DINGELDEY, Insider-Handel und Strafrecht, 1983, 68; GRUNEWALD, ZBB (3), 1990, 128. En contra, KOHLMANN, Das Strafrecht, 1995, 455, 456, señala que el beneficio obtenido por el iniciado al comprar o vender títulos valores con información privilegiada no trae como consecuencia ningún daño patrimonial a otros inversores, ya que la transacción se realiza al precio legalmente previsto al momento de la operación. El

En ciertos casos, quienes defienden la existencia de perjuicios patrimoniales para el inversor alegan que es la infracción de la igualdad de condiciones lo que provoca dicho perjuicio. En tal sentido, autores como *OTTO* o *DINGELDEY* asocian el perjuicio patrimonial del inversor a la ausencia de igualdad de oportunidades en el negocio bursátil. Así, pues, *OTTO* sostiene que el socio concreto del *insider* se convierte en víctima de un sujeto que ha utilizado, conscientemente, un precio falso de mercado en su propio beneficio. De esta manera –sostiene este autor– el particular se ve privado de participar en condiciones de igualdad, ya que en virtud de sus mayores conocimientos, el *insider* goza de una posición privilegiada respecto de los demás participantes en el mercado de valores, por lo que no asume los mismos riesgos. La consecuencia –apunta– es que el inversor deja de tener a su disposición las oportunidades de ganancia propias del mercado, las que pudieron ser efectivas si concurrieran las condiciones normales del sistema bursátil. En definitiva, el fracaso del fin económico de la operación supone, más que la pérdida de una oportunidad de ganancia, “un auténtico perjuicio patrimonial”¹⁷⁸. Por último, el autor advierte que sería erróneo considerar aisladamente el perjuicio patrimonial individual, ya que por medio de éste se constata, así mismo, el perjuicio que estas operaciones causan al mercado de capitales, en especial la bolsa, pues “el mercado que no ofrece al inversor oportunidades efectivas es evitado por éste”¹⁷⁹.

Con base a lo expuesto, podemos inferir que *OTTO* asume una posición ecléctica, ya que defiende la tutela de intereses individuales y colectivos, adoptando así una tesis mixta¹⁸⁰.

cambio en el curso de las cotizaciones –sostiene– no se produce por las operaciones con información privilegiada, sino como consecuencia de la publicación del conocimiento reservado.

¹⁷⁸ *OTTO*, Der Mißbrauch von Insider-Informationen, 1994, 450; en el mismo sentido, LÓPEZ CABALLERO, ¿Qué es el insider trading?, 1991, 311; HORMAZÁBAL MALARÉE, El uso de información privilegiada, 2004, 502.

¹⁷⁹ *OTTO*, Der Mißbrauch von Insider-Informationen, 1994, 452; en parecidos términos, PFISTER, ZGR (2), 1981, 337.

¹⁸⁰ *OTTO*, Der Mißbrauch von Insider-Informationen, 1994, 450; 457; así tb., KOHLMANN, Das Strafrecht, 1995, 454, 455, sostiene que mayoritariamente se ha defendido que el delito de iniciados produce la lesión de un bien jurídico doble: se afecta por un lado el funcionamiento de la Bolsa como institución, basada en un sistema de igualdad de oportunidades y libertad de competencia; por otro lado, están los intereses individuales de los inversores; HOPT, ZHR (159), 1995, 159, señala que la protección del funcionamiento del mercado de valores y la protección del inversor individual son dos caras de una misma moneda, por lo que quien procura lo uno, procura al mismo tiempo lo otro; MENNICKE, Sanktionen gegen Insiderhandel, 1996, 116, 117. En el mismo sentido, SÁNCHEZ GUILARTE/TAPIA HERMIDA, RDBB, 1987, 752, se decantan por la tutela de los intereses de los inversores perjudicados e, indirectamente, el interés general de la eficiencia y transparencia en el mercado; GONZÁLEZ CUSSAC,

CPC, 1989, 138, 141; DP PE, 1996, 479, sostiene que existe un cierto acuerdo doctrinal en estimar que el bien jurídico protegido resulta de la combinación de un interés supraindividual y colectivo, en la medida en que se pone en peligro la confianza en el sistema bursátil y la igualdad de oportunidades de los inversores, y de otra parte, intereses concretos de los particulares afectados por la conducta. Así mismo, expresa que de *lege lata* es perfectamente posible defender esta postura, ya que el tipo exige la causación de un perjuicio y, además, entre los requisitos de perseguibilidad se concede a los afectados el ejercicio de la acción penal, si bien el Ministerio Público también puede ejercer dicha acción cuando se efecten intereses generales o de una pluralidad de personas; FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 63, se inclina por la protección de un interés supraindividual o colectivo, consistente en el correcto funcionamiento del mercado de valores, aunque admite que los intereses individuales se tutelan de forma indirecta; MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 207-210, aducen que es posible defender que el art. 285 CP protege el interés (colectivo) en el buen funcionamiento en el mercado de valores y el interés (individual) de los inversores; sin embargo, finalmente se decantan por la protección más específica de la correcta formación de los precios en el mercado de valores; QUERALT JIMÉNEZ, DP PE, 1996, 473, admite que el uso de información privilegiada puede lesionar tanto el patrimonio de los particulares como los intereses generales. Así, alega que se protegen “aspectos patrimoniales individuales”, lo que se explica por el carácter semipúblico del delito, contemplado en el art. 287.1 CP; ROBLEDO VILLAR, Delitos contra el patrimonio, 1997, 398, aunque defiende la correcta formación de los precios como bien jurídico protegido, admite que indirectamente se protegen tanto los intereses de los inversores individuales como los de las sociedades emisoras; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 189, admite que de forma indirecta se tutelan los intereses particulares de los entes emisores e incluso de los inversores individuales; TERRADILLOS BASOCO, Protección penal del mercado financiero, 1998, 168; Empresa y Derecho Penal, 2001, 226-227, se decanta por la tesis mixta al admitir que el bien jurídico engloba, de un lado, un interés supraindividual y, de otro, los intereses de los particulares afectados por la conducta del iniciado. Así mismo, argumenta que esta postura viene avalada por el hecho de que el tipo exige la concurrencia de un beneficio o de un perjuicio, y, simultáneamente, se autoriza al Ministerio Fiscal a ejercer la acción penal cuando se afecten intereses generales o a una pluralidad de personas. Con todo, el autor expresa que si bien parece claro que se protegen intereses patrimoniales individuales, no lo es tanto que se requiera afectar a la confianza en el mercado, o a su transparencia. Lo cierto –sostiene el autor– es que el tipo no lo exige, aunque es evidente que se trata de intereses jurídicos que estuvieron en la mente del legislador al aprobar la norma; EIRANOVA ENCINAS, Abuso de mercado, 2005, 617, admite la posibilidad de apreciar lesiones al patrimonio individual, si bien defiende directamente la tutela de la transparencia del mercado; BENÍTEZ ORTÚZAR, Relevancia jurídico penal del *insider trading*, 2005, 86; pese a que afirma que el bien jurídico protegido no abarca en ningún caso la tutela de intereses patrimoniales individuales, sostiene, no obstante, que es posible plantearse que cuando se exige un perjuicio económico concreto podrían considerarse sujetos pasivos las personas individuales que han visto disminuido su patrimonio, lo que además justificaría la cláusula de perseguibilidad previa denuncia del agraviado, contenida en el art. 287.1 CP; MONROY ANTÓN, RDBB, 2005, 67; El delito de abuso de información privilegiada, 2006, 140-141, en favor de la protección del patrimonio individual invoca la exigencia típica de la obtención de un beneficio o la causación de un perjuicio; CASTRO MORENO/OTERO GONZÁLEZ, El abuso de información privilegiada, 2006, 135-136, manifiestan que el beneficio o perjuicio requerido, junto con las exigencias de procedibilidad, inducen a pensar en la existencia de un doble bien jurídico protegido, caracterizado por la igualdad de oportunidades entre los inversores y, la protección de los concretos intereses de los particulares afectados por la conducta; RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal, 2002, 141, entiende que el legislador español, de forma errónea, priorizó el aspecto patrimonial en el delito de iniciados. En contra de esta interpretación, SUÁREZ GONZÁLEZ, Comentarios, 1997, 822; Compendio, 1998, 551-554, concibe que debe prescindirse del criterio de la lesión de intereses económicos individuales, por considerar que en muchas ocasiones resulta de imposible constatación fáctica; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE, 2002, 116; DP PE, 2004, 584; DPE, 2005, 295, entiende que el establecimiento de una cuantía de 600,000 euros es irrelevante, ya que dicho perjuicio no se produce nunca en la realidad bursátil, “en virtud de lo cual hay que concluir que el requisito del perjuicio no desempeña una función dogmática alguna en el tipo del art. 285”. Con base a esta afirmación, expresa que el titular del bien jurídico será un sujeto colectivo, sea una colectividad difusa de inversores, sea la propia comunidad en general; mas no un particular, que nunca podrá ser perjudicado patrimonialmente por la ejecución del delito; QUINTANAR DÍEZ, CPC, 2006, sostiene que de *lege lata* el tipo del art. 285 CP no tutela los intereses del inversor, pues, pese a la exigencia de la obtención de un beneficio o la causación de un perjuicio, esto no tiene por qué conectarse, ni mucho menos identificarse con dichos intereses, ni siquiera se requiere su puesta en peligro sino que más bien el objeto de tutela

Por su parte, *DINGELDEY* entiende que el daño patrimonial de los inversores se produce como consecuencia de la desigualdad de armas entre las partes contratantes, lo que impide a éstos incidir directamente en las condiciones de la operación bursátil. En tal sentido, afirma que la desventaja informativa coloca al inversor en una situación de desequilibrio al momento de proteger sus intereses, quedando, pues, en una total indefensión. Por esta razón –sugiere– el ordenamiento jurídico debe brindar protección al inversor que ostenta una posición de inferioridad estructural respecto del iniciado¹⁸¹. Por último, *DINGELDEY* sostiene que la dañosidad social de las operaciones de iniciados se asemeja a la ocasionada en las estafas, ya que el engaño requerido en estas últimas es equiparable a la situación de inferioridad institucional en la que se encuentra el inversor y que le impide adoptar una decisión racional. Así pues –continúa– mientras en la estafa el perjuicio es consecuencia del engaño que priva al sujeto pasivo de fundamentos racionales para decidir, en las operaciones de iniciados el perjuicio se produce por la situación de desprotección institucional a la que está sometido¹⁸².

Por otro lado, *GÓMEZ INIESTA* sostiene que la teoría de la defensa de los intereses patrimoniales de los inversores enlaza con la filosofía del “*market egalitarianism*” o filosofía de la “igualdad de oportunidades”, en virtud de la cual, el inversor ha de saber que en la realización de sus operaciones en el mercado todos tienen las mismas posibilidades y que ningún inversor va a obtener ventajas extraordinarias. La igualdad de oportunidades implica no sólo la obligación de informar, sino también el derecho de ser informado, por lo que la prohibición de las operaciones de iniciados no hace más que dar cumplimiento al mandato constitucional de igualdad (art. 9.2 CE), “igualdad que se

trasciende al sujeto individual para adquirir una dimensión colectiva determinada por el principio de igualdad en el acceso al mercado de valores.

¹⁸¹ Cfr. *DINGELDEY*, *Insider-Handel und Strafrecht*, 1983, 68 ss.

¹⁸² Cfr. *DINGELDEY*, *Insider-Handel und Strafrecht*, 1983, 143; en el mismo sentido se ha pronunciado, más recientemente, *SCHÜNEMANN*, quien en una entrevista concedida en el Institut für die gesamten Strafrechtswissenschaften, Rechtsphilosophie und Rechtsinformatik, con fecha de 5 de julio de 2007, sostuvo que el bien jurídico protegido en las operaciones con información privilegiada es el patrimonio individual, ya que esta conducta supone, en realidad, una modalidad de estafa, pues la falta de información en la contraparte del iniciado, constituye un engaño reconducible a los actos concluyentes. Estamos, pues –según este autor– frente a una estafa estructural, caracterizada por la ausencia de contacto directo con la víctima. Siguiendo esta línea, *MARTÍN PALLÍN*, *CuadDJ*, 1997, 6, expresa que esta modalidad delictiva podría ubicarse en el ámbito de los delitos contra el patrimonio y homologarse al delito de estafa, ya que cuando el iniciado capta la voluntad de su contraparte negociadora, engaña a ésta al omitir una información que de haber conocido le hubiese disuadido de llevar a cabo la operación; en parecidos términos, *ROSO CAÑADILLAS*, en: Entrevista realizada el día 26 de marzo de 2008.

considera como límite constitucional e intrínseco a la libertad de competencia capaz de conferir al mercado de valores una dimensión tal que permite elevarlo a la categoría de bien jurídico”¹⁸³.

En efecto –alega este autor– el mercado de valores siempre se ha presentado ante nuestros ojos como un mercado organizado de competencia absoluta, donde el iniciado viene a falsear o alterar sus condiciones, al rechazar la igualdad de oportunidades de todos los demás miembros del mercado. Por esta razón, se ha concebido que protegiendo la igualdad de posibilidades se evita que algunos inversores privilegiados, se enriquezcan en perjuicio del resto de inversores que no poseen el mismo tipo de información, de esta forma, la transparencia del mercado se vería reforzada desde el momento en que la igualdad se traduce en una real e igual información. No obstante, advierte que en el mercado de valores no es posible lograr que la información sea igual para todos, pues cabe la posibilidad de que un inversor pueda estar mejor informado que otro, pero esto es un riesgo propio del juego del mercado. En puridad, lo que rechaza la teoría de la igualdad de oportunidades, es que el “acceso” a la información no sea igualitario y por ello se exige que la propia bolsa, a través de sus normas reguladoras, prohíba el uso de información por quienes ostentan una posición privilegiada¹⁸⁴.

En definitiva, pese a que *GÓMEZ INIESTA* se muestra de acuerdo con la protección del inversor frente a las eventuales operaciones especulativas, las prácticas fraudulentas, el falseamiento y ocultamiento de información, considera que el “*market egalitarianism*” constituye un criterio que de ningún modo justificaría la intervención penal, ni podría erigirse como fundamento lógico de la misma. Así, pues, califica este criterio de

¹⁸³ GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 269.

¹⁸⁴ GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 270. MONROY ANTÓN, RDBB, 2005, 51-52, El delito de abuso de información privilegiada, 2006, 136-137, critica la postura de quienes –como G. INIESTA– agrupan en una sola teoría, el principio de igualdad de oportunidades y la defensa del patrimonio del inversor como bien jurídico protegido. En tal sentido, sostiene que en el mercado de valores existen habitualmente grandes diferencias entre un gran inversor y un pequeño inversor institucional, de ahí que, de tener ambas teorías una base común, el hecho de procurar una igualdad entre ambos tipos de inversores supondría la imposibilidad de que el patrimonio de éstos se viera afectado frente a una operación con información privilegiada. Sin embargo –argumenta– el hecho de lograr que ambos tipos de inversores tengan una igualdad de trato de parte de los emisores, sociedades y agencias de valores, no invalidaría la posibilidad de que uno de ellos, por su actividad profesional, por actividades delictivas o por simple casualidad lograra obtener cierta información de relevancia, se aprovechara de ella y causara un perjuicio económico a otro. De esta manera –sostiene– queda claro que no se pueden asimilar ambas teorías, por lo que la lesión del patrimonio de los inversores debe ser tratada individualmente.

“utópico”, ya que hasta cierto punto es imposible garantizar la igualdad de todos los intervinientes en el mercado, pues de ser así, se estaría perjudicando la propia naturaleza del mercado al pasar por alto la existencia de sujetos que disponen de una indudable superioridad informativa debido a su actividad profesional, v. gr. intermediarios financieros, analistas económicos, etc. En resumen, el autor sostiene que es inevitable que exista disparidad en el acceso a la información entre los pequeños inversores y los profesionales del sector bursátil, puesto que la igualdad real entre los inversores no existe, y esa misma inevitabilidad hace imposible acudir a la represión penal, ya que no incumbe al Derecho penal corregir desigualdades. En atención a estas consideraciones, concluye que el principio de igualdad de oportunidades supone un ideal que incluso puede catalogarse de moralizador del mercado de valores, por lo que en modo alguno puede constituir el fundamento de la normativa *anti-insider*; y, además, sostiene que el principio de igualdad en el acceso a la información no es un criterio suficiente para defender la protección del interés patrimonial de los inversores directamente perjudicados por las operaciones de iniciados, sino que lo que se trata de proteger son intereses generales concurrentes con un bien jurídico supraindividual¹⁸⁵.

1.2.1) ¿Existe un perjuicio patrimonial para los inversores que realizan operaciones en el mismo sentido que el iniciado?

En la doctrina alemana, autores como *PFISTER* o *GRUNEWALD*, han planteado la posibilidad de apreciar, en algunos casos, perjuicios patrimoniales incluso para aquellos inversores que, sin utilizar información privilegiada, actúan en la misma dirección que el iniciado, es decir, se argumenta que los inversores que realizan operaciones similares a

¹⁸⁵ GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 271-272. En similares términos, FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 56-60, sostiene que la protección del inversor es un presupuesto indispensable para un funcionamiento eficaz del mercado de valores. Dicha protección se logra procurando la igualdad de oportunidades en el riesgo mediante la defensa de la transparencia del mercado, esto es, garantizando la existencia de una base informativa completa y veraz que permita una correcta formación de los precios de los valores. No obstante, pese a estas afirmaciones, la autora concluye que aún cuando la protección del inversor y la igualdad de los operadores financieros sean dignos de tutela, esto no es suficiente para justificar la punición del *insider*, ya que no existe igualdad real en el mercado de valores, atendidas las enormes diferencias entre grandes y pequeños inversores, además de que no incumbe al Derecho penal la tutela absoluta de todas las desigualdades, pues el propio sistema económico las permite. Así, pues, sostiene la autora que el único camino satisfactorio es la elaboración de un bien jurídico penal construido como interés supraindividual. En contra de esta postura, MONROY ANTÓN, El delito de abuso de información privilegiada, 2006, 144; RDBB, 2005, 58, para quien la adopción de esta posición supondría despenalizar el delito de iniciados, pues sugiere que dichas operaciones son beneficiosas para el mercado, y que por tanto deberían permitirse como algo lógico e inevitable, lo que no es defendible bajo ningún concepto.

las de los *insiders* pueden eventualmente ser perjudicados por éstos¹⁸⁶. Al respecto, se alega que si el iniciado no hubiese actuado en el mercado de valores los inversores hubiesen llevado a cabo sus operaciones bajo ciertas condiciones específicas, verbigracia, la compra de títulos a un precio más bajo que el que han tenido que pagar como consecuencia de las operaciones con información privilegiada.

En el sentido expuesto, *GRUNEWALD* cita el caso *Texas Gulf Sulphur Co.* (1968) donde los inversores que deseaban comprar acciones de esta compañía tuvieron que pagar más, precisamente porque los iniciados que habían accedido a la información privilegiada también querían comprar, lo que provocó un incremento sustancial en el precio de las acciones. Sin embargo –sostiene esta autora– ni los inversores que contratan en el mismo sentido en que lo hace el iniciado ni aquellos que realizan operaciones en sentido contrario deben considerarse protegidos a través de la prohibición del *insider trading*¹⁸⁷.

1.2.2) La exclusión del patrimonio individual del objeto de tutela: ausencia de nexo causal e inconsistencia de las operaciones bursátiles

Por otro lado, se ha defendido la exclusión de los intereses patrimoniales individuales como bien jurídico tutelado en el delito de uso de información privilegiada. Los partidarios de esta postura cuestionan que el socio de *insider*, es decir, el inversor, sufra, en realidad, un perjuicio patrimonial¹⁸⁸. Al efecto, se argumenta que no es la orden de

¹⁸⁶ Cfr. PFISTER, ZGR (2), 1981, 341; GRUNEWALD, ZBB (3), 1990, 129. En el mismo sentido lo ha planteado en la doctrina española, PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 165, quien advierte que debe extraerse de este grupo a aquellos inversores que habiendo detectado la actuación de un iniciado en el mercado, imitan la operación realizada por éste, logrando así obtener un beneficio o evitar una pérdida.

¹⁸⁷ GRUNEWALD, ZBB (3), 1990, 129, 130, 133.

¹⁸⁸ Así, LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, ADPCP, 1993, 1057; en: Bacigalupo (dir.), *Curso*, 2005, 337; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 185. Haciendo referencia a la legislación suiza, HURTADO POZO, *Der Mißbrauch von Insider-Informationen*, 1994, 411, sostiene que el hecho de que el delito de iniciados haya sido ubicado sistemáticamente entre las infracciones contra el patrimonio, no es factor decisivo para la determinación del bien jurídico protegido. Tanto el legislador suizo como la doctrina –sostiene el autor– han destacado el hecho de que las operaciones de iniciados raramente causan un perjuicio patrimonial a los inversores individuales; en la doctrina alemana, KOHLMANN, *Das Strafrecht*, 1995, 455, 457, señala que pese a su tendencia general de protección del inversor, no puede concederse al delito de iniciados contenido en el § 38 WpHG el carácter de delito patrimonial, ya que los eventuales perjuicios patrimoniales ocasionados son ajenos a las operaciones con información privilegiada, negando así la existencia de un nexo causal entre el delito de iniciados y el perjuicio, además de que la norma no hace referencia expresa a ningún perjuicio patrimonial para terceros.

compra del iniciado lo que motiva al inversor a emitir una orden de venta. El inversor que coloca títulos-valores hubiera realizado la misma operación aunque su contraparte no fuera un iniciado. Ello es así porque, en la mayoría de los casos, para que pueda llevarse a cabo una operación bursátil el día que se realizó, es preciso que el inversor haya decidido vender con suficiente antelación, y esto con independencia de la orden de compra realizada por el iniciado. Se niega, por tanto, la existencia de un nexo causal entre la conducta del iniciado y los supuestos perjuicios sufridos por el inversor. Por esta razón, lejos de advertir un perjuicio, se afirma que si el *insider* no hubiera efectuado la orden de compra, el inversor no hubiera obtenido un precio favorable en la concreta operación. De ahí que se haya defendido que la contraparte de la transacción esté incluso en una mejor posición cuando el iniciado interviene en el mercado que cuando no lo hace, ya que así tiene más demandantes o proveedores, lo que le puede procurar una oferta favorable¹⁸⁹. Por otra parte, se alega que el perjuicio que eventualmente podría sufrir el inversor se debe a la posterior alza de la cotización, pero no a la intervención directa del *insider dealing*¹⁹⁰.

Las anteriores observaciones se enmarcan en el ámbito de las operaciones de “venta” de acciones por parte del inversor, pero ¿qué sucede en los supuestos de “compra” de acciones que luego disminuyen su plusvalía? En estos casos –se afirma– el perjuicio del inversor se produce por el hecho de realizar una compra en un momento inoportuno, que culmina con la posterior caída de las cotizaciones, pero en modo alguno dicho perjuicio es consecuencia directa e inmediata de su operación con el *insider*¹⁹¹.

¹⁸⁹ Así, GRUNEWALD, ZBB (3), 1990, 129.

¹⁹⁰ OTTO, Der Mißbrauch von Insider-Informationen, 1994, 450, 451; KOHLMANN, Das Strafrecht, 1995, 455, 456; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 185.

¹⁹¹ Al analizar estos supuestos, MESTRE DELGADO, DP PE, 2001, 359, manifiesta que en absoluto existe perjuicio patrimonial cuando la información es utilizada para comprar acciones, ya que no hay fraude al vendedor porque éste adquiere el valor real de las acciones al momento de vender y, la posterior subida del precio no le ocasiona perjuicio, ya que “la pérdida de una expectativa de beneficio no es técnicamente perjuicio”; no obstante, sí admite la existencia de un perjuicio cuando la información es utilizada para vender, ya que en este supuesto –afirma– sí existe fraude al comprador, pues el vendedor tiene conocimiento de la inminente minusvalía de las acciones; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 128, niegan la existencia de un perjuicio patrimonial tanto si el *insider* es el comprador como si es el vendedor. En este último supuesto, aducen que las posibles pérdidas que sufre el comprador son el resultado de las posteriores caídas en la cotización pero no son consecuencia inmediata de la operación del iniciado. Niega, en ambos casos, la existencia de un nexo causal entre la operación de compra o venta y el eventual perjuicio sufrido por el inversor individual; VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, *La utilización abusiva de informaciones confidenciales*, 1991, 47, son de la opinión de que las legítimas expectativas creadas al inversor son merecedoras de protección, máxime cuando la

En resumen, la idea que se extrae de estas reflexiones es que la operación del iniciado no es la causa de la decisión del inversor para la compra o venta de títulos-valores, y que el inversor, aunque el iniciado no se hubiera convertido en su socio, habría realizado, por regla general, una operación idéntica o casi idéntica¹⁹². Se emplea, pues, la fórmula de la causalidad hipotética con el objetivo de evitar un enriquecimiento injusto en caso de que al perjudicado le fueran resarcidos los daños por parte de quien no es su verdadero causante¹⁹³.

Desde el prisma del funcionamiento del mercado, *FERRADIS/MARTÍNEZ* cuestionan el supuesto perjuicio que las operaciones con información privilegiada causan a los demás inversores. Los autores sostienen que conforme a la *theory of market uncertainty* se produce una distribución aleatoria de las transacciones en el mercado, por lo que cuando el iniciado compra unas acciones sabiendo que subirán de precio siempre habrá inversores dispuestos a vender en ese momento y al precio estipulado¹⁹⁴, así pues, en cualquier caso, dichos inversores hubieran vendido sus acciones independientemente de la orden de compra del *insider*. Además, consideran que, a diferencia de lo que ocurre en los clásicos delitos contra la propiedad, como la estafa o la apropiación indebida, en el delito de abuso de información privilegiada no es posible establecer un nexo causal entre la conducta del iniciado y el correlativo perjuicio del inversor. Por tanto –expresan– en el delito del art. 285 CP no se incriminan fraudes patrimoniales sobre patrimonios ajenos

frustración de dichas expectativas pueda ocasionarles un efectivo daño (o lesión patrimonial injusta). En la doctrina alemana, KOHLMANN, *Das Strafrecht*, 1995, 456, señala que en los supuestos de compra de títulos, el hecho de que el inversor tenga que pagar más tras darse a conocer la información, no es consecuencia del tráfico de información privilegiada, sino precisamente de la publicación del hecho relevante; lo mismo rige –a su juicio– en los casos en los que debido a su conocimiento privilegiado el iniciado se desprende de las acciones que sufrirían una caída inminente de precios, evitando así una pérdida. En ambos casos, pues, el autor niega rotundamente la existencia de un perjuicio patrimonial.

¹⁹² *Vid.* en la doctrina alemana, GRUNEWALD, *ZBB* (3), 1990, 129; OTTO, *Der Mißbrauch von Insider-Informationen*, 451; PAWLIK, *Verbot von Insidergeschäften*, 2007, 399; en España, LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, *ADPCP*, 1993, 1057; *El abuso de información privilegiada*, 1998, 336-337; en: Bacigalupo (dir.), *Curso*, 2005, 362; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, *EPCr*, 2003, 128.

¹⁹³ En contra de esta línea argumental, PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 161, entiende que al amparo de la causalidad hipotética no se podría exonerar siempre al iniciado en relación con un eventual daño patrimonial experimentado por otros inversores.

¹⁹⁴ En este sentido, el Auto del TS de 10 diciembre de 2004 (Cuestión de competencia núm. 157/2004, *JUR* 2005/10).

ni se protege de forma directa e inmediata el patrimonio del inversor¹⁹⁵. *RODRÍGUEZ MOURULLO* aduce que estamos frente a un delito que protege un interés supraindividual, base de la confianza de los inversores, y no los intereses patrimoniales de carácter individual que eventual o efectivamente hayan podido verse afectados por la utilización abusiva de información privilegiada. La protección de un interés difuso – sostiene– no permite configurar el tipo como un delito de lesión¹⁹⁶.

Finalmente, se argumenta que los intereses patrimoniales individuales no se ven afectados por las operaciones de iniciados, sino por el propio mercado¹⁹⁷. En este sentido, se sostiene que el sujeto activo del delito no interviene en la formación de precios de los instrumentos financieros del mercado, sino que sólo accede a él con una información de la que los demás inversores carecen, vulnerando así, la transparencia del mercado¹⁹⁸.

1.2.3) El *insider trading* como delito sin víctima (*victimless crime*)

A partir de las formulaciones expuestas, se concluye que el uso de información privilegiada carece de perjudicados, por lo que la eficacia disuasiva de la norma penal es

¹⁹⁵ Cfr. FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 128; en parecidos términos se ha pronunciado, en la doctrina alemana, GRUNEWALD, ZBB (3), 1990, 129.

¹⁹⁶ RODRÍGUEZ MOURULLO, PJ, 1988, 247; más recientemente en: Anales, 2007, 604.

¹⁹⁷ En este sentido, HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 185, aduce que el perjuicio patrimonial del inversor se produce por el propio funcionamiento del mercado de valores que entraña un riesgo, riesgo tolerado por el Derecho; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 351, sostiene que el *insider trading* no tutela intereses patrimoniales individuales que, por otra parte, no se verán afectados por la conducta del iniciado, sino por el propio mercado; LÓPEZ CABALLERO, ¿Qué es el insider trading?, 1991, 306, al exponer los argumentos de quienes defienden la desregulación de las operaciones de iniciados, expresa que lo que daña al inversor es su falta de información y no el hecho de que el iniciado se abstenga de usarla, pues dicha abstención en nada beneficia al inversor privado; MORAL BELLO, ICADE, 1993, 89, expresa que uno de los argumentos de los defensores del *insider* versa en que el daño al invasor está determinado por la falta de información en el mercado, no por la que utilizan los iniciados; ESTEVAN DE QUESADA, RGD, 1995, 13448, expresa que los defensores de la existencia de un perjuicio patrimonial para el inversor, sostienen que las prácticas de iniciados perjudican a los que venden sus acciones antes de que el mercado refleje la subida de los precios, pero, además, les perjudica el simple hecho de no conocer esa información, puesto que no podrán tomar las decisiones de inversión con pleno conocimiento de todos los datos; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 128, aún reconociendo la posibilidad de que los inversores sufran un perjuicio, concebido como una oportunidad perdida, afirman que dicho “perjuicio” no se produce por la operación de compra o venta del iniciado, sino porque el inversor ha basado su operación sobre una información incompleta.

¹⁹⁸ Así, BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 351; Relevancia jurídico penal del *insider trading*, 2005, 86.

fuertemente cuestionada. En tal sentido, *PAWLIK* plantea que en la doctrina alemana se ha defendido la idea de que las operaciones de iniciados no provocan ningún daño concreto, razón por la cual se ha catalogado al *insider trading* como un delito sin víctima (*victimless crime*). Así pues, se argumenta que la actuación del *outsider* es independiente de la orden del iniciado y, en consecuencia, los eventuales perjuicios que sufre el *outsider* son casuales, no atribuibles, por tanto, al *insider*. El no iniciado –sostiene– se hubiera colocado en el mercado con o sin tráfico de información privilegiada. Sin embargo, el autor mencionado sugiere que el inversor individual es sólo indirectamente protegido mediante la regulación de las operaciones con información privilegiada. De esta forma, al referirse a la legislación alemana, *PAWLIK* alega que la WpHG tiene exclusivamente un interés público y que si la ley deseaba proteger bienes jurídicos personales de los participantes en el mercado, no tenía ningún sentido restringir la aplicación de la norma a determinados títulos valores¹⁹⁹.

En contra de esta afirmación, *ALTENHAIN* entiende que la función de recaudación y asignación del capital que se encomienda a la Bolsa es el resultado de la decisión de inversión de los participantes en el mercado y esto sirve de base al legislador para hacer una mejor valoración cuando todos los inversores están igualmente informados (información simétrica) y no se manipula el patrimonio propio o de otros (que le han sido encomendados) que tienen a su disposición. Por consiguiente, el autor deduce que el § 38 WpHG protege directamente el patrimonio de los participantes en el mercado, ya que el inversor individual debe ser protegido frente a las disposiciones patrimoniales perjudiciales, aquellas que hacen que el inversor tenga una confianza errada sobre el acceso igualitario de todos a la información correcta²⁰⁰.

¹⁹⁹ *PAWLIK*, Verbot von Insidergeschäften, 2007, 399; en parecidos términos, *ASSMANN*, Kommentar, 2006, 393, sostiene que la regulación anti-iniciados protege sólo indirectamente al inversor individual.

²⁰⁰ *ALTENHAIN*, Kölner Kommentare zum Unternehmens, 2007, 2453; *BB*, 2002, 1874, 1875. En contra, *KOHLMANN*, Das Strafrecht, 1995, 455, 457, 458, sostiene que el texto de la WpHG se inclina principalmente a la protección del funcionamiento de la Bolsa y el sistema financiero alemán. El concepto de inversor –señala– está prácticamente ausente en las disposiciones de la WpHG, por lo que para fundamentar la protección del inversor sería preciso, en primer lugar, atribuir un carácter de delito patrimonial al tipo contenido en el § 38 WpHG y, además, que tal disposición recogiera expresamente una referencia al perjuicio patrimonial de terceros. Con todo, el autor sugiere que la WpHG debe conceder eficacia protectora a los inversores, pues el sistema bursátil –como instrumento económico de inversión de los ahorros– es inimaginable sin la existencia real del inversor, pero tal protección debe dirigirse –a su juicio– a la abstracta “igualdad de oportunidades” de todos los inversores, por medio de la cual se procura la igualdad de condiciones de todos los inversores y la seguridad de las transacciones.

En la doctrina española, *BAJO/BACIGALUPO* sostienen que en términos jurídico-penales estamos frente a “un delito sin víctima”, ya que en las operaciones de iniciados no hay reales perjudicados^{201 202}. Lo que perjudica a los inversores –sostienen– es no conocer la información que se les oculta. La información es un elemento esencial del mercado, la ausencia de la misma supone una merma importante en la capacidad de decisión de los participantes en bolsa; por esta razón, el secreto, el sigilo y la ocultación de la información es lo que, en realidad, perjudica al inversor. Con base en estos argumentos, los citados autores descartan los intereses individuales del objeto de protección del art. 285 CP, aunque admiten que la exigencia en la obtención de un beneficio o la causación de un perjuicio y el carácter semipúblico del delito, puede inducir –como propone *GONZÁLEZ CUSSAC*– a defender lo contrario. Sin embargo, consideran que este límite cuantitativo sólo sirve para trazar la frontera entre el delito y la infracción administrativa.

²⁰¹ *BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO*, DPE, 2001, 521; *BAJO FERNÁNDEZ*, Uso de información privilegiada, 1999, 641; CuadDJ X (II), 1998, 130; DPE, 2001, 521; *LÓPEZ BARJA DE QUIROGA*, EN: *Bacigalupo* (dir.), Curso, 2005, 362; *QUINTANAR DÍEZ*, CPC, 2006, 163 n. 13; *RODRÍGUEZ MOURULLO*, PJ, 1988, 245, expresa que uno de los argumentos de quienes se oponen a la regulación de las operaciones con información privilegiada es que se trataría de un “delito sin víctima”, porque siempre habrían personas dispuestas a comprar o vender en el mercado de valores y el uso de las informaciones confidenciales en nada influiría en sus decisiones; igualmente, *PAZ RUBIO*, CuadDJ, 1993, 176; *MARTÍNEZ FLÓREZ*, EJB, 1995, 3554. En contra, *PRIETO DEL PINO*, Uso de información privilegiada, 2004, 160-161 n. 90, considera que debe rechazarse la premisa de la ausencia de un daño patrimonial basada en la supuesta independencia de la decisión del inversor respecto de las operaciones con información privilegiada o, dicho de otro modo, la autora cuestiona la afirmación de que la decisión del inversor, en sus operaciones de compra-venta de títulos, se forme al margen de las operaciones de iniciados. Para avalar esta posición, recurre al efecto que puede generar sobre las cotizaciones las compras o ventas realizadas por los *insiders*, así, pues, sostiene que la demanda ejercida por éstos puede traducirse en un incremento del precio de los valores, lo que sin duda puede incentivar a un inversor a vender sus títulos, de la misma manera que la venta de valores asociadas a su minusvalía pueden traducirse en un descenso de su cotización que anime a algunos inversores a adquirirlos. De esta forma -explica- partiendo de la influencia que la actuación de un inversor puede ejercer sobre las decisiones de los demás participantes, no siempre será posible afirmar que el no iniciado actúa sin ser condicionado por quien opera con información privilegiada. La autora aclara, sin embargo, que aquí sólo puede incluirse aquellos casos en los que la decisión del inversor de comprar, vender, no comprar o no vender surge como respuesta ante el cambio de la cotización generado por las operaciones de iniciados, excluyendo así, los supuestos de contratación directa entre el iniciado y otro inversor, además de las actuaciones de quienes poseyendo informaciones privilegiadas, con el fin de abaratar la compra de valores que se tiene proyectada, determinan con engaño a otros inversores para que pongan inmediatamente a la venta sus títulos. Este último supuesto lo reconduce al delito de estafa o al de maquinaciones para alterar los precios que habrían de resultar de la libre concurrencia (art. 284 CP); *ARROYO RODRÍGUEZ/VAQUERO LAFUENTE*, ICADE, 2005, 228, para quienes es falso que se trate de un delito sin víctima, aunque en la mayoría de los casos no se sepa quien es el perjudicado; así tb., *MORDEA DE LECEA*, BEE (158), 1996, 380 ss, niega desde planteamientos éticos que se trate de un delito sin víctima.

²⁰² En este sentido, el Auto del TS de 10 diciembre de 2004 (Cuestión de competencia núm. 157/2004, JUR 2005/10).

En definitiva, *BAJO/BACIGALUPO* sostienen que si se admite la protección de los intereses individuales se estaría conculcando la *ratio legis* del delito contemplado en el art. 285 CP, considerado como epígono del conjunto de infracciones tipificadas en la LMV. Todas estas razones los motivan a proponer de *lege ferenda* la regulación del *insider trading* como un delito de peligro sin concretar perjuicios o beneficios, lo que implicaría, sin duda alguna, menos problemas de interpretación²⁰³.

1.2.4) La inexistencia de perjudicados en el *insider non-trading*

Ahora bien, si gran parte de la doctrina defiende la inexistencia de perjudicados por las operaciones de compra-venta con información privilegiada, con mayor razón se podrá negar la existencia de daños patrimoniales a los inversores en los supuestos de *insider non-trading*, es decir, en aquellos casos en los que el iniciado, haciendo uso de la información relevante, deja de realizar una operación que tenía pensado llevar a cabo, sea porque no obtendría beneficios o porque la operación le traería perjuicios. Este problema se plantea, incluso, para quienes defienden la existencia de daños en el patrimonio del inversor individual. Así mismo, en estos supuestos se presentan problemas a la hora de constatar la existencia de un nexo causal, más específicamente la causalidad psíquica.

1.2.5) Valoración crítica de la inexistencia de relación de causalidad entre la operación del iniciado y el perjuicio del inversor

Como se ha visto, los distintos argumentos de quienes defienden la exclusión de los intereses patrimoniales del ámbito de protección del *insider trading*, confluyen en un punto común, esto es, la negación de la existencia de un nexo causal entre la conducta de los iniciados y los eventuales perjuicios económicos sufridos por los inversores que contratan con aquéllos. Y esto es aplicable, según lo expuesto, a las operaciones de compra y venta de títulos valores por parte de los *insiders*. Así las cosas, no deja de resultar, cuando menos llamativo, la aplicación de la causalidad hipotética o “cursos causales hipotéticos” para justificar la ausencia de dicha relación de causalidad. Como

²⁰³ BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 525; BAJO FERNÁNDEZ, Uso de información privilegiada, 1999, 644; CuadDJ X (II), 1998, 134.

afirma *LUZÓN PEÑA*, se trata de casos en los que, frente a la hipótesis de que no se hubiera realizado el curso causal que efectivamente ha producido el resultado, surge la alternativa –hipotética– de otro curso causal que hubiera producido de igual modo el mismo resultado²⁰⁴. Según el autor, esta causalidad hipotética puede adoptar dos variantes: la realización de una actuación distinta –correcta en vez de incorrecta– del propio sujeto o la ejecución de una conducta sustitutiva ajena. Para el argumento que analizamos –que el sujeto hubiera realizado una operación idéntica o casi idéntica con independencia de la actuación del iniciado– cabe perfectamente esta segunda variante.

Pues bien, siguiendo a *LUZÓN PEÑA* creemos que la posición correcta en el plano de la causalidad es la teoría de la equivalencia de las condiciones o de la “*conditio sine qua non*”, en virtud de la cual “toda condición del resultado, por secundaria, alejada o indirecta que sea, es causa del mismo y por tanto que a efectos causales todas las condiciones son equivalentes, entendiendo por condición todo factor sin el cual no se produciría el resultado, es decir, que lo condiciona”²⁰⁵. Luego, si aplicamos el método heurístico de la “fórmula hipotética”, es decir, si suprimimos mentalmente la conducta del sujeto para ver si el resultado desaparece y así afirmar la casualidad, llegaremos a la conclusión de que la acción de compra-venta de títulos valores por parte del iniciado es causa o condición del perjuicio que posteriormente puede sufrir su contraparte (siempre que se admita la existencia de un daño patrimonial).

Frente a esto, se podría objetar la inexistencia del nexo causal atendiendo a las mismas críticas realizadas a la “fórmula hipotética”, esto es, sosteniendo su fracaso precisamente en los cursos causales hipotéticos, ya que en éstos, pese a tener constancia de que la conducta del sujeto ha producido el resultado, habría que negar la causalidad, pues, aunque se suprima mentalmente la acción, de todas formas no desaparecería el resultado, sino que éste se habría producido en cualquier caso, es decir, realizando la acción correcta por parte del sujeto o sustituyendo su acción por una conducta ajena²⁰⁶.

²⁰⁴ Cfr. *LUZÓN PEÑA*, DPCir, 1990, 48 n. 1; Curso, 1996, 364; en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 231.

²⁰⁵ *LUZÓN PEÑA*, Curso, 1996, 366.

²⁰⁶ En este sentido, *PRIETO DEL PINO*, Uso de información privilegiada, 2004, 159, al exponer las objeciones que se plantean al negar el nexo causal entre la conducta del iniciado y el eventual perjuicio del inversor, manifiesta que en virtud del “filtro” de la causalidad hipotética, invocado por algunos autores, un sujeto queda exento de responsabilidad cuando, suprimida mentalmente su actuación, el daño que se le trata de imputar sigue produciéndose en su configuración concreta. Ahora bien –continúa su exposición–

No obstante, retomando el planteamiento de *LUZÓN PEÑA* podemos hacer frente a esta objeción y negar el fracaso de la “fórmula hipotética” en los cursos causales hipotéticos, particularmente, en las operaciones con información privilegiada. La razón es que en dicha fórmula sólo se tiene que modificar el hecho real de la existencia de una conducta (suprimir mentalmente la acción) para ver si desaparece o no el resultado, pero –como apunta el citado autor– “*aparte de la supresión mental de la acción real no se debe añadir una segunda modificación hipotética de la realidad consistente en otra hipotética actuación alternativa*, pues la fórmula dice exclusivamente que una acción es causa si, suprimida mentalmente, desaparece también el resultado, pero no dice que sea causa cuando desaparece el resultado si suprimimos mentalmente esa acción y si además añadimos otra actuación distinta (propia o ajena)”²⁰⁷. En consecuencia, en los denominados “cursos causales hipotéticos” existirá relación de causalidad, aun aplicando el método auxiliar de la teoría de la condición, pues, si suprimimos mentalmente la acción ejecutada: la compra o venta de títulos por parte del *insider*, el perjuicio en el patrimonio del inversor también desaparece en la forma concreta y en el momento exacto en que se produjo.

Algún autor, sin embargo, aplicando erróneamente las teorías de la causalidad, sostiene que tomando como punto de partida la teoría de la equivalencia de las condiciones no puede considerarse que la operación con información privilegiada sea la causa de la lesión que se produce en el patrimonio del concreto inversor²⁰⁸. Como hemos dejado sentado, a nuestro juicio, si recurrimos a la teoría de la *conditio sine qua non*, sí que será posible admitir la existencia de un nexo causal entre la compra o venta de acciones y el perjuicio.

En cualquier caso, no debemos olvidar que la afirmación del nexo causal entre la conducta y el resultado producido, no conlleva simultáneamente imponer

trasladando esta operación al concreto ámbito que nos ocupa, resultaría que “si con un grado de probabilidad rayano en la certeza puede afirmarse que, aun prescindiendo de la acción del iniciado, el perjuicio se habría igualmente irrogado dada las circunstancias del caso, su responsabilidad queda excluida”.

²⁰⁷ LUZÓN PEÑA, Curso, 1996, 372.

²⁰⁸ Así, MARTÍNEZ FLÓREZ, EJB, 1995, 3555; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 185.

responsabilidad penal al sujeto, pues para ello habrá que recurrir a los criterios de la imputación objetiva, tales como el de la adecuación, el fin de protección de la norma o la realización del peligro inherente a la acción. Ciertamente es, que negar la causalidad nos eximiría ya de examinar los criterios de la imputación objetiva, pero, en estos casos, consideramos que las restricciones a la responsabilidad penal deberán abordarse conforme a la moderna construcción normativa denominada “imputación objetiva”²⁰⁹.

1.2.6) La dificultad de probar el perjuicio económico y de cuantificar los daños

Quienes admiten que las operaciones con información privilegiada causan perjuicios patrimoniales a la contraparte negociadora, destacan, no obstante, que el problema será probar dichos perjuicios económicos y más aún cuantificarlos²¹⁰. Así, se ha llegado a sostener que cuando existen operaciones con información privilegiada se plantean dos cuestiones problemáticas, a saber: por un lado, los inversores en general, y no sólo los socios del *insider*, que han negociado en sentido contrario, no podrán demostrar que el perjuicio sufrido fue ocasionado por el uso de información privilegiada. La segunda cuestión está determinada por el problema que implica cuantificar los daños que habrían de ser indemnizados por el *insider*. En este sentido, se advierte la desproporción que resultaría si se conminara al iniciado a pagar una indemnización equivalente a la totalidad de las pérdidas sufridas y de las ganancias dejadas de percibir por quienes actuaron en sentido contrario a sus operaciones²¹¹.

²⁰⁹ Vid. ampliamente sobre la imputación objetiva como categoría autónoma dentro del tipo de injusto, LUZÓN PEÑA, AJ, 1981, 78 ss; DPCir, 1990, 31 ss; Curso, 1996, 373 ss.

²¹⁰ En este sentido, MOREDA DE LECEA, BEE, 1996, 374, admite que, en la mayoría de los casos, será muy difícil cuantificar esas pérdidas o menores beneficios porque los precios sufren modificaciones constantes; VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, La utilización abusiva de informaciones confidenciales, 1991, 47; LÓPEZ LOZANO, Información privilegiada en los mercados de valores, 1997, 40. En la doctrina alemana, KOHLMANN, Das Strafrecht, 1995, 455.

²¹¹ Así, LÓPEZ LOZANO, Información privilegiada en los mercados de valores, 1997, 40, hace referencia a los casos “Shapiro v. Merrill Lynch” (1974) y “Elkind v. Liggett & Myers” (1971), para ilustrar la solución que se brindó a estos problemas en el sistema judicial norteamericano. Así, expresa que, en el primer caso, se estableció que la acción de responsabilidad por daños podría ejercitarse por cualquier persona que hubiera negociado en sentido contrario al iniciado, limitándose al periodo en que éste hubiera realizado operaciones basándose en la información privilegiada. En el segundo supuesto, se resolvió que cualquier inversor podría reclamar la diferencia entre lo que pagó o recibió por los títulos y el precio alcanzado en el mercado en un plazo razonable después de publicada la información relevante para la cotización, pero se impuso una limitación, y es que la cantidad total que los perjudicados pueden recobrar no debe exceder a la suma ganada o dejada de perder por el *insider* como resultado de su operación de compra o venta de títulos valores.

Pese a las dificultades probatorias aludidas, algún autor ha formulado ciertos criterios para superar la cuestión. Así, *MONROY*, además de tomar partido a favor de la existencia de perjuicios para el inversor, aduciendo que las dificultades probatorias no son óbice para excluir este aspecto del objeto de protección, sostiene que la determinación de los concretos perjudicados requerirá tan sólo un exhaustivo estudio de las operaciones efectuadas en el mercado sobre el valor de referencia en el período comprendido entre “la primera operación del iniciado y la que deshaga esa posición (ya que de no ocurrir esto no habría un beneficio real, sino latente, y por tanto no habría delito)”. Ciertamente –señala este autor– este análisis requiere un arduo trabajo, pero no se puede hablar de dificultad en sentido técnico, sino de capacidad de trabajo de los investigadores, algo a lo que no se puede renunciar si de verdad se desea castigar las operaciones de iniciados que, por su propia naturaleza, son difíciles de detectar precisamente por la carga de trabajo que implica su descubrimiento y las limitaciones con que cuentan los órganos encargados de la vigilancia y control del mercado²¹².

Siguiendo con su exposición, *MONROY* admite que es posible argumentar en contra el hecho de que puede haber operaciones con información privilegiada que, sin embargo, no generen beneficio alguno e incluso causen pérdidas y que, por tanto, no ocasionen daños patrimoniales a los inversores. Frente a esto –apunta– el CP resuelve la duda, cuando sanciona sólo aquellas operaciones en que se obtenga un beneficio de cierta importancia. Por tanto –señala– el interés patrimonial de los inversores es claramente protegido en el art. 285 CP, y el hecho que la norma penal no sancione las operaciones que no causen perjuicios patrimoniales así lo demuestra²¹³.

1.2.7) Acciones indemnizatorias contra el *insider trading* en la legislación española

Algunos autores han abordado el tema de las acciones judiciales de que disponen los inversores que se sienten patrimonialmente perjudicados por las operaciones de

²¹² MONROY ANTÓN, RDBB, 2005, 54; El delito de abuso de información privilegiada, 2006, 139.

²¹³ *Ibidem*.

iniciados. Desde esta perspectiva, *CREMADES* propone tres vías para el resarcimiento de los daños: el recurso a la acción de responsabilidad contra los administradores sociales establecida en el art. 79 de la LSA; la posibilidad de llevar a cabo acciones de nulidad en la contratación, invocando error o dolo derivado del uso de información privilegiada y; finalmente, las acciones indemnizatorias a basadas en la negligencia profesional, culpa contractual o extracontractual, culpa *in vigilando* o tomando como referencia el enriquecimiento injusto²¹⁴. Hay quienes, además de las anteriores propuestas, no descartan que puedan llevarse a cabo acciones indemnizatorias sustentadas en los arts. 1902 (acto ilícito) y 7 (abuso del derecho) del Código civil²¹⁵.

Por su parte, *VALENZUELA/PEINADO* sostienen que los daños ocasionados a los inversores por las prácticas de iniciados, son susceptibles de resarcimiento, tanto en su faceta de daño emergente, como el eventual lucro cesante (v. gr. cuando el inversor pierde ocasiones más favorables para ejecutar la operación y esto era del conocimiento del iniciado). De esta forma, estos autores se muestran optimistas en que a través de la vía de la responsabilidad civil se podría lograr el efectivo resarcimiento; no obstante, advierten de los problemas que engendra la prueba del perjuicio, máxime cuando estamos frente a supuestos de daño difuso. Para lograr el resarcimiento –apuntan dichos autores– el inversor perjudicado deberá demostrar dos extremos: que actuó como resultado de las maquinaciones del iniciado y la efectiva existencia del daño²¹⁶.

²¹⁴ CREMADES, LL, 1988, 908.

²¹⁵ *Vid.* DEFARGES, El “insider trading” hoy, 1987, 13; XIMENEZ NORES, AC, 1987-2, 2844; GONZÁLEZ CUSSAC, CPC, 1989, 136; VARELA VARAS, AMF, 1992, 11; ZURITA, sugirió -hace algunos años- la aplicación de la sanción civil de nulidad prescrita en el art. 6,3 del Código Civil (“los actos contrarios a las normas imperativas y a las prohibitivas son nulos de pleno derecho, salvo que en ellos se establezca un efecto distinto para el caso de contravención”), pero advirtió que la nulidad en algunos casos puede, incluso, perjudicar a la parte que obró de buena fe. Así, pues, propone el ejemplo del sujeto que negocia desconociendo la condición de *insider* del comprador y la nulidad se declara después de cerrada la OPA, cuando las acciones se cotizan más bajo que en el momento de la venta. (Citado por RODRÍGUEZ MOURULLO, PJ, 1988, 241).

²¹⁶ VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, Noticias CEE (81), 1991, 47; VARELA VARAS, AMF, 1992, 11.

1.2.8) Toma de posición: eventual concurrencia de perjuicios en el patrimonio individual del inversor que, sin embargo, no está amparado por la normativa *anti-insider*

Como hemos apuntado, el recurso a la causalidad hipotética para negar la existencia de perjuicios patrimoniales para el inversor no es un argumento consistente, habida cuenta de que quienes invocan tal planteamiento, aplican erróneamente las fórmulas de la causalidad. En este sentido, pues, no es admisible defender la inexistencia de relación de causalidad entre el perjuicio sufrido por el inversor y la actuación del *insider*, con el argumento de que el sujeto hubiera realizado la misma operación con independencia de la orden de compra o venta emitida por el iniciado. A nuestro juicio, cuando las operaciones con información privilegiada causan perjuicios en el patrimonio individual, el problema será determinar si dicho patrimonio encaja dentro del ámbito de protección de la norma, por lo que estos casos deben resolverse no en el plano de la causalidad, sino en el de la imputación objetiva.

Las operaciones con información privilegiada eventualmente pueden ocasionar perjuicios patrimoniales no sólo a la contraparte de la transacción, sino incluso a todos aquellos inversores que han actuado en el mismo sentido que el *insider*. De esta forma, no cabe duda de que cuando el iniciado vende unos títulos valores a sabiendas de que el precio de los mismos sufrirá una inminente caída, ocasiona un auténtico perjuicio en el patrimonio de quienes compran dichos títulos. Así mismo, el perjuicio patrimonial es evidente cuando los inversores tienen que pagar un mayor precio como resultado de las operaciones con información privilegiada, que incrementan sustancialmente el monto de las transacciones. Por el contrario, la existencia de perjuicios patrimoniales es más dudosa en los supuestos en que el iniciado compra títulos valores para luego venderlos a un mejor precio; la razón: si un inversor vende sus acciones cotizadas en bolsa es porque sus expectativas de ganancia han sido satisfechas o porque, por ejemplo, atraviesa un problema económico que le obliga a vender los títulos para obtener liquidez, por lo que difícilmente puede admitirse que en estos casos se ocasione un perjuicio patrimonial. Lo mismo ocurre en los supuestos de *insider non-trading*, en los que el iniciado no ejecuta la transacción proyectada porque, por ejemplo, la información privilegiada de que dispone le indica que tal operación le ocasionará perjuicios. En estos casos, no habrá daños patrimoniales, salvo que la orden de compra emitida por el iniciado haya influido

en la decisión del inversor de no negociar con otros participantes en el mercado, perdiendo de esa forma la oportunidad de vender sus títulos a un buen precio. Pero que no haya perjuicio efectivo (daño emergente) para terceros no significa que no haya delito en Derecho español, dado que el art. 285 CP prevé como otra alternativa de resultado reprochable, en vez de la producción de perjuicio, la obtención de beneficio (que es lo que se da claramente en el primer supuesto indicado: compra por el iniciado a bajo precio porque sabe que los valores se van a revalorizar, y lo que, aunque sea más dudoso, también podría sostenerse que se da en el segundo supuesto, el de no realización de la operación proyectada para no sufrir perjuicios).

En definitiva, pues, las operaciones con información privilegiada pueden ocasionar perjuicios en el patrimonio del inversor individual; sin embargo, el *insider trading* regulado en el art. 285 CP no está configurado como un delito patrimonial, sino como un auténtico delito económico que protege un bien jurídico colectivo, con proyección mediata sobre el correcto funcionamiento del mercado de valores. En tal sentido, los perjuicios patrimoniales que eventualmente sufran los inversores no podrán ser castigados *ex art. 285 CP*, ya que el ámbito de protección de este tipo penal no abarca el patrimonio del inversor, lo que no implica que no se puedan aplicar otros tipos penales tradicionales, v. gr., el delito de estafa por engaño omisivo reconducido a la teoría de los actos concluyentes.

2. La protección de intereses públicos

a) El modelo de protección del inversor-consumidor

2.1) El bien jurídico relativo a la igualdad de oportunidades: el acceso equitativo a la información

Como se ha visto hay autores que asocian la defensa del patrimonio inversor al principio de igualdad de oportunidades, de manera que se ha llegado a sostener que es la desigualdad en el acceso a la información la que provoca perjuicios en el patrimonio del inversor individual²¹⁷. Quienes defienden la teoría de la igualdad de oportunidades, sin

²¹⁷ Vid. OTTO, El abuso de información privilegiada, 1995, 459.

embargo, aducen que el fundamento de esta premisa no es otro que la trascendencia que posee la información para los inversores, ya que la oportunidad de maximizar los beneficios económicos depende en gran medida de la correcta toma de decisiones, cuya base está determinada por la información. Se aduce, pues, que el iniciado explota un conocimiento del que están privados todos los demás participantes, a expensas de los cuales obtiene plusvalías, por lo que será necesaria una regulación que procure la igualdad de todos los inversores²¹⁸.

Pese a la estrecha vinculación de este criterio con el de los daños patrimoniales individuales, hemos optado por realizar una exposición separada de ambos postulados, ya que consideramos que la teoría del acceso igualitario a la información parte de una fundamentación distinta a la de los daños patrimoniales, pues valora prioritariamente el daño que las operaciones de iniciados provocan *per se* a la igualdad de oportunidades de los inversores y correlativamente a sus expectativas de ganancia propias del mercado²¹⁹.

2.1.1) Origen y antecedentes

La teoría del acceso igualitario a la información, conocida en la doctrina y jurisprudencia norteamericana como “*equal access theory*”, se remonta a la decisión de la SEC en un procedimiento administrativo del caso Cady, Roberts & Co. (1961). La adopción de este criterio marcó un hito en el tratamiento de las operaciones con información privilegiada, ya que sentó por vez primera las bases sobre las que se fundamenta la responsabilidad por *insider trading* en los supuestos de transacciones impersonales realizadas en los mercados de valores, habiéndose planteado tal cuestión hasta ese momento únicamente en las transacciones interpersonales (*face to face transactions*)²²⁰. En este caso, la SEC

²¹⁸ Cfr. PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 174, 179.

²¹⁹ Además de los argumentos expuestos (*supra n. 63*), MONROY ANTÓN, El delito de abuso de información privilegiada, 2006, 142; RDBB, 2005, 55, alega –una vez más– que nada tiene que ver la igualdad de oportunidades con el perjuicio patrimonial causado a los inversores como consecuencia de la realización, por parte de los iniciados, de operaciones con información privilegiada. En este sentido, expresa que es perfectamente posible que una operación con información relevante no cause ningún perjuicio económico a un inversor o grupo de inversores, la explicación “simplemente porque el mercado no entiende de razones de preferencia hacia ningún inversor, y marca su dirección en función de infinidad de variables que, en muchos casos, van más allá de la información de la que intenta abusar el *insider*”.

²²⁰ Cfr. MARTÍNEZ FLÓREZ, RDM, 1991, 809; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 176.

consideró que la obligación de revelar la información privilegiada o abstenerse de realizar operaciones (*disclose or abstain rule*) está sujeta a la concurrencia de dos presupuestos: primero, a la existencia de una relación que permita el acceso, directa o indirectamente, a informaciones disponibles exclusivamente en interés de la sociedad y, segundo, a la injusticia intrínseca en el comportamiento de quien disfruta de informaciones reservadas sabiendo que son desconocidas por la otra parte²²¹.

Esta teoría fue acogida ya por los órganos jurisdiccionales en los casos *SEC v Texas Gulf Sulphur Co.* (1968) y *Shapiro v Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith* (1974). En el primero –sostiene MARTÍNEZ FLÓREZ– el tribunal estableció que la regla 10 b– 5 se basa en la premisa de que “todos los inversores que negocian en los mercados bursátiles (impersonales) tienen un acceso relativamente igual a la información” y que “la esencia de la regla es que cualquiera que (...) tiene directa o indirectamente acceso a información de la que sólo puede disponer para fines societarios y no en beneficio personal” no puede “aprovecharse de dicha información, sabiendo que es desconocida a aquellos con los que contratan”. “De este modo, cualquiera que está en posesión de información importante debe revelarla al público inversor o (...), si decide no hacerlo, debe abstenerse de contratar con los valores o de hacer recomendaciones mientras tal información siga siendo desconocida para el público”. Así, pues, en este caso la protección de la igualdad de todos los inversores en el acceso a la información, la consecución del “*market egalitarianism*” o “*equal access*”, es declarada como objetivo prioritario²²².

²²¹ Surge así, la denominada *unfairness doctrine* o teoría de la injusticia. Vid. MARTÍNEZ FLÓREZ, RDM, 1991, 805 n. 14; ESTEVAN DE QUESADA, RGD, 1995, 13451; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 175 n. 144, realiza una minuciosa exposición de los antecedentes jurisprudenciales invocados por un sector de la doctrina estadounidense, que ubica el origen de la *unfairness doctrine* a inicios del siglo XX, lo que equivale a decir que esta teoría surge con la aplicación de las normas antifraude contenidas en el *common law* y no con la aparición de la normativa específica sobre valores mobiliarios aprobada en la década de los años treinta. No obstante –expone la autora– es preciso destacar que la resolución administrativa del caso *Cady, Roberts & Co*, supone –según la propia SEC– una ruptura con la legislación antifraude, en la que, por el contrario, se habían basado las decisiones jurisprudenciales anteriores a la entrada en vigor de la regla 10 b-5. En efecto –continúa– la SEC declaró que la sección 17 de la SA, la sección 10 b de la SEA y la regla 10 b-5 son disposiciones con un radio de mayor amplitud que los preceptos antifraude, ya que no fueron creadas específicamente para actos o prácticas concretas que constituyan fraude, sino que, más bien, están diseñados para abarcar una amplia gama de mecanismos por medio de los cuales se puede sacar ventaja indebidamente de los inversores.

²²² Vid. al respecto, MONROY ANTÓN, RDBB, 2005, 56; El delito de abuso de información privilegiada, 2006, 143.

En el segundo caso, que sigue las pautas del primero, se insiste en que lo decisivo es la posesión de información relevante desconocida por el público, para que el sujeto quede sometido a la obligación de revelar o abstenerse. En definitiva, según esta línea jurisprudencial el fundamento de la prohibición del *insider trading* se encuentra en la mera posesión de información privilegiada, que impone al sujeto la obligación de revelarla con el fin de que todos los inversores tengan las mismas posibilidades de acceso a la información, o bien abstenerse de realizar operaciones con los valores afectados²²³.

Pese a la importancia de los casos antes citados, es la resolución del caso Chiarella dictada por un tribunal de apelación, la que marcó las pautas del seguimiento que los tribunales inferiores procuraron a la teoría de la igualdad. Como afirma *PRIETO del PINO*, “buena parte de la trascendencia de esta resolución se debe, paradójicamente, al hecho de haber sido casada por la Corte Suprema Federal, que tras rechazar abiertamente la protección de la igualdad de los inversores asumía la doctrina del deber fiduciario (*fiduciary duty theory*) y revocaba la condena del recurrente por delito de utilización de información privilegiada”²²⁴.

2.1.2) La igualdad de oportunidades en Europa

La teoría del acceso igualitario a la información adoptada por algunos tribunales estadounidenses, tuvo eco en los instrumentos legislativos que se elaboraron en la Unión Europea con el objetivo de alcanzar cierta uniformidad en la regulación de los sistemas bursátiles de los países miembros. Así, el antecedente próximo lo constituye la Propuesta de Directiva del Consejo sobre coordinación de las normas relativas a las operaciones de iniciados, presentada por la Comisión al Consejo el 25 de mayo de 1987²²⁵. En esta

²²³ Así, MARTÍNEZ FLÓREZ, RDM, 1991, 810; VARELAS VARAS, AMF, 1992, 3.

²²⁴ ESTEVAN DE QUESADA, RGD, 1995, 13452; PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 177.

²²⁵ DOCE, C 153/8, de 11 de junio de 1987, 8 y ss. Aunque es preciso mencionar que ya el Dictamen sobre la propuesta de Directiva del Consejo sobre coordinación de las normas relativas a las operaciones de iniciados (DOCE, C 35/22, de 8 de febrero de 1988 –nótese el desfase de la fecha de publicación-), recogía la necesidad de procurar la igualdad de oportunidades para el conjunto de los inversores. Así mismo, el Código de Conducta europeo relativo a las transacciones con valores mobiliarios (DOCE, L 212/37, de 20 de agosto de 1977) planteaba la necesidad de procurar una igualdad de trato entre los todos los participantes en el mercado. *Vid.* VARELA VARAS, AMF, 1992, 4.

propuesta, elogiada en su momento por constituir una normativa tendente a uniformar la regulación de los mercados de valores y especialmente por luchar contra las operaciones de iniciados, se pone énfasis en la necesidad de proteger el correcto funcionamiento del mercado de valores, generando confianza en los inversores, lo que a su vez sólo es posible garantizándole a éstos una igualdad de condiciones²²⁶. En tal sentido, las operaciones con información privilegiada suponen una desigualdad manifiesta que hace peligrar el buen funcionamiento del mercado, por lo que existía una imperiosa necesidad de castigar dichas prácticas y armonizar las regulaciones que para entonces existían en algunos países miembros²²⁷.

En este contexto se aprobó la Directiva 89/592/CEE sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada²²⁸. En ésta, se retomó la necesidad de proteger la confianza, transparencia y, en definitiva, el correcto funcionamiento del mercado, de modo que la igualdad de condiciones entre los inversores vuelve a ser tenida en cuenta como un elemento esencial para garantizar la confianza de los inversores²²⁹.

Con el paso del tiempo, la regulación europea resultó insuficiente dado el desarrollo de los mercados europeos y los constantes abusos que se cometían en su seno, por lo que se aprobó la Directiva 2003/6/CE que derogó expresamente la Directiva 89/592/CEE invocada hasta entonces como instrumento esencial y de obligada referencia en materia de delitos de iniciados²³⁰. En esta nueva Directiva no se aborda directamente la protección de la igualdad de oportunidades, sino que se vuelve a brindar una mayor atención a la confianza, transparencia y al correcto funcionamiento del mercado; no obstante, se hace alguna vaga referencia a la igualdad. Así, la Directiva llega a hablar de la necesidad de ubicar en *pie de igualdad* a todos los participantes en el mercado²³¹.

²²⁶ Cfr. Considerando IV.

²²⁷ Vid. SÁNCHEZ GUILARTE/TAPIA HERMIDA, RDBB, 1987, 768.

²²⁸ DOCE, L 334/ 30, de 18 de noviembre de 1989.

²²⁹ Considerando V.

²³⁰ Art. 20, DOCE, L 96/16, de 12 de abril de 2003.

²³¹ Cfr. Considerando 35 y 43.

En la doctrina helvética, por ejemplo, se ha manifestado que toda vez que el legislador abandonó la idea inicial de proteger el deber de lealtad frente a la empresa, en los trabajos de reforma adquirió mayor relevancia la protección del buen funcionamiento y de la integridad de la bolsa de valores mobiliarios; uno de cuyos elementos esenciales es la igualdad de tratamiento de los operadores en bolsa (inversores y accionistas principalmente), ya que para el mercado de valores y la economía del país sería perjudicial la deserción de los inversores por estimar que sólo unos pocos privilegiados obtienen beneficios. De esta forma, es cada vez más admitido que el interés prioritariamente protegido en el art. 161 del Código penal suizo, es la igualdad de oportunidades de todos los participantes en el mercado de valores²³².

En la doctrina italiana, se ha defendido que el fundamento del castigo del *insider trading* gira en torno a dos presupuestos: a) el buen funcionamiento del mercado de valores depende, en gran medida, de la confianza que inspire a los inversores y, b) que dicha confianza se basa, entre otras cosas, en la igualdad de condiciones de los inversores y su protección frente al uso ilícito de información privilegiada²³³. De hecho, afirma SEMINARA, la *par condicio* de todos los participantes en el mercado de valores fue proclamada en el discurso de presentación del Proyecto de Ley Italiana a la Asamblea del Senado²³⁴.

²³² Así, HURTADO POZO, *Der Mißbrauch von Insider-Informationen*, 1994, 412, concibe que, en un primer plano, el art. 161 se orienta a proteger la igualdad de los inversores respecto a las posibilidades de participar en el mercado de valores; es decir, de todos aquellos que compran o venden títulos en el mercado de valores, así como todo comprador o vendedor potencial. Al lograr esta igualdad -sostiene- la transparencia del mercado se ve reforzada en la medida que los inversores captan la existencia de una política real de acceso a la información para todos los participantes en la actividad bursátil. Esto no hace más que beneficiar la reputación de la plaza financiera; pues mediante la protección de la igualdad de posibilidades se busca evitar, precisamente, que algunos inversores –privilegiados por poseer información relevante– se enriquezcan fácilmente en detrimento de los inversores que no poseen el mismo tipo de información. En parecidos términos, pero refiriéndose a la legislación francesa, GIUDICELLI-DELAGE, *El delito de iniciados*, 1995, 401-402. Por su parte, DE GISPERT PASTOR, RDBB, 1982, 56, aludiendo a la regulación del *insider dealing* en Gran Bretaña, sostiene que las operaciones con información privilegiada causan una distorsión del juego normal del mercado, lo que puede generar una desigualdad entre las personas que intervienen en las transacciones sobre los títulos y consecuentemente pueden debilitar la confianza de los inversores en la seriedad y efectividad del mercado de capitales.

²³³ Cfr. SANGIOVANNI, ZStW, 2000, 158.

²³⁴ SEMINARA, Aspectos problemáticos en materia de “*insider trading*”, 1995, 527-528.

2.1.3) La igualdad de oportunidades como objeto de tutela en España

En la doctrina española hay autores que defienden la idea de que el *insider trading* lesiona la igualdad de oportunidades de los inversores. En este sentido, R. MOURULLO al invocar los principios rectores de la política criminal, llega a la conclusión de que las operaciones con información privilegiada vulneran el interés colectivo de que el mercado funcione con normalidad, según las reglas que lo conforman y, entre estas reglas –sostiene– la igualdad de oportunidades de todos los inversores y operadores en bolsa constituye una pieza fundamental. De modo que –continúa– “cualquier alteración abusiva a esa igualdad de oportunidades perturba el normal funcionamiento del mercado de valores y, en última instancia, el orden económico”. Considera, pues, que nos encontramos frente a un interés colectivo de mucha importancia para el desarrollo económico social y que de *lege ferenda* es digno de protección penal²³⁵.

Por su parte, FERRADIS/MARTÍNEZ consideran que el posible daño que puede sufrir el inversor se materializa bajo la forma de una oportunidad perdida y, que además, no se produce como consecuencia de la compra o venta de valores por parte del iniciado, sino porque el inversor lleva a cabo su operación sobre la base de una información incompleta. Lo cierto –aducen– es que esa era toda la información accesible al momento de realizar la operación; sin embargo, no estaban incluidos todos los datos relevantes e imprescindibles para tomar una decisión responsable en las inversiones. En este sentido, dichos autores defienden la conexión del delito de uso de información privilegiada con la necesidad de establecer un mercado de valores con estructuras igualitarias y democráticas, donde todos los inversores tengan las mismas oportunidades en la negociación²³⁶. Así, expresan que de *lege lata* el tipo se orienta, en primer plano, a proteger la igualdad de oportunidades de los participantes en los mercados financieros, y ello implica que debe existir una igualdad en el acceso a la información y así evitar que unos sujetos gocen de una indebida ventaja cognoscitiva respecto del resto de

²³⁵ Estas consideraciones fueron hechas antes de la prohibición penal de las operaciones con información privilegiada. Vid. RODRÍGUEZ MOURULLO, PJ, 1988, 247; más recientemente en: Anales, 2007, 603, se refiere expresamente a la protección de la igualdad de oportunidades, la confianza y, en definitiva, del buen funcionamiento del mercado.

²³⁶ En este sentido, ESTEVAN DE QUESADA, RGD, 1995, 13461 n. 70.

inversores²³⁷. Finalmente, enlazan la igualdad de oportunidades con la transparencia informativa como política rectora del sistema bursátil, necesaria para fortalecer otras facetas no menos importantes del mercado, tales como: la oportuna toma de decisiones y la correcta formación de los precios de los valores, que a su vez generan seguridad en las operaciones y confianza en el correcto funcionamiento del mercado financiero²³⁸.

En el mismo sentido, SÁNCHEZ/TAPIA sostienen que la confianza que el mercado pueda ofrecer al inversor, constituye uno de los pilares básicos del funcionamiento del sistema bursátil, pero que dicha confianza requiere un alto grado de transparencia que garantice al inversor el acceso a una información suficiente y verás. No debe existir, por tanto, una información a la que el inversor no pueda acceder, pero que sí sea utilizada

²³⁷ Vid. SEMINARA, El nuevo delito de *insider trading*, 1998, 147; al referirse a la sentencia del 10 de abril de 1997, emitida por un juez de la Audiencia preliminar del Tribunal de Siracusa, sostiene que en ésta se reconoció que el interés tutelado es la *par condicio* de aquellos que operan en bolsa, se trata, pues, de evitar que alguien disfrute conscientemente de una posición de ventaja cognoscitiva vedada a la generalidad de los inversores.

²³⁸ Cfr. FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 128- 130. En el mismo sentido, ARROYO ZAPATERO, El abuso de información privilegiada, 1995, 55, aunque se decanta por la protección del inversor y del propio mercado, hace referencia a la igualdad de oportunidades en el riesgo como elemento determinante de la confianza de los inversores; GARCÍA CIRIZA, AMF, 1994, 2; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 189; FOFFANI, Delitos Bancarios, 2003, 114; BAUCCELLS LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), Comentarios, 2004, 1054; HORMAZÁBAL MALARÉE, El uso de información privilegiada, 2004, 501; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, III Jornadas, UNED, 2006; en: Bacigalupo (dir.), Curso, 2005, 362; aunque en principio se decanta por la seguridad en las transacciones, la correcta formación de los precios y el sistema bursátil, afirma que ello no es óbice para considerar que el bien jurídico directamente protegido por el art. 285 CP está constituido por la confianza en el mercado de valores regido por la igualdad de oportunidades; MARTÍNEZ BUJÁN-PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1382; DPE, 2002, 115; DP PE, 2004, 583; DPE, 2005, 294; MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 210, pese a que avalan la idea de que el art. 285 CP protege la correcta formación de los precios en el mercado de valores, consideran, no obstante, que también se tutela el principio de igualdad de oportunidades (y de riesgo) de los inversores y la transparencia informativa del mercado; OLIVA GARCÍA, Información privilegiada, en: El País, 16 de diciembre de 2002, señala que la esencia de este delito esta definida por la prohibición de una conducta consistente en el aprovechamiento de una información que ignora el resto de los inversores, prevaleciéndose así de una situación fáctica de ventaja o privilegio incompatible con los intereses de transparencia e igualdad de oportunidades; OLIVER ALFONSO, AF, 1990, 2174; ROBLEDO VILLAR, Delitos contra el patrimonio, 1997, 398; SUÁREZ GONZÁLEZ, Compendio, 1998, 551; PUENTE ABA/PERNAS GARCÍA, El abuso de la información privilegiada, 2004, 352; MUÑOZ CONDE, DP PE, 2004, 519; Uso de información privilegiada, 1991, 32; GONZÁLEZ RUS, PE, 2005, 602; Compendio, 2000, 516; CALDERÓN CEREZO, DP PE, 1999, 874-875; JORNADA DE POZAS, Código Penal, 1997, 2990, MARCHENA GÓMEZ, Código Penal, 2002, 1897; FARALDO CABANA, 1995, 56, 59; GÓMEZ PAVÓN, ICADE, 1997, 247, sostiene que el bien jurídico protegido en el art. 285 CP es la igualdad de oportunidades entre los inversores, fundamental para conseguir la transparencia del mercado, la confianza de sus participantes, y su correcto funcionamiento. La norma penal –expresa– describe comportamientos gravemente atentatorios contra dicha igualdad, conductas, por tanto, que rompen el estado normal de funcionamiento de los mercados, suponiendo una ventaja ilícita de unos inversores sobre otros. Así mismo, expresa que la confianza es consecuencia del correcto funcionamiento del mercado; un inversor concurre al mercado y confía en él, cuando ofrece igualdad y transparencia.

por otros sujetos que gozan de una posición de privilegio, ya que esto implicaría la infracción de la igualdad de oportunidades que debe existir entre todos los participantes en el mercado de valores. En definitiva –sostienen– las operaciones de iniciados lesionan la confianza del inversor en su igualdad, ya que implica privilegios informativos para determinados inversores, distorsionando así el normal juego de las leyes del mercado y ocasionando daños a los demás inversores²³⁹.

En parecidos términos se ha pronunciado, en la doctrina alemana, *PAWLIK* quien entiende que las operaciones con información privilegiada son consideradas, por los participantes en el mercado interno y los inversores extranjeros, como una violación a la igualdad de oportunidades en el mercado de valores. Así, sostiene que los inversores, aquellos que sienten que negocian en un mercado injustamente manipulado, pierden su confianza y se apartan del mismo, realizando sus operaciones en otras plazas, aquellas en las que la igualdad de oportunidades parezca garantizada. Esto es así –sostiene– porque los inversores de capital no están dispuestos a realizar operaciones que supongan, además del riesgo implícito del mercado, otro riesgo complementario para el futuro económico de la empresa. Finalmente, *PAWLIK* señala que se protege, además, la confianza en el correcto funcionamiento del mercado de valores²⁴⁰.

2.1.4) Críticas a la igualdad de oportunidades como objeto jurídico

Se ha criticado –con razón– que la igualdad de oportunidades, condicionada a la “igualdad en el acceso a la información”²⁴¹, se enfrenta con serias limitaciones derivadas

²³⁹ SÁNCHEZ GUILARTE/TAPIA HERMIDA, RDBB, 1987, 751, 760, 762, 769; Noticias/ C.E.E, 1988, 113; DE CARLOS BELTRÁN, Noticias/ C.E.E, 1987, 77; VALENZUELA GARACH, La información en la sociedad anónima, 1993, 198, 271; FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 56-58; MONROY ANTÓN, RDBB, 2005, 59; El delito de abuso de información privilegiada, 2006, 146.

²⁴⁰ Cfr. PAWLIK, Verbot von Insidergeschäften, 2007, 397, 398; MERTENS, ZHR (138), 1974, 269; PFISTER, ZGR (2), 1981, 337; GRUNENWALD, ZBB (3), 1990, 130; IMMENGA, ZBB (2), 1995, 202; KOHLMANN, Das Strafrecht, 1995, 457; SCHNEIDER/BURGARD, ZIP (10), 1999, 387, 388; BERGMANN/DREES, StraFo (9), 2005, 365; TIEDEMANN, Wirtschaftsstrafrecht, 2006, 163.

²⁴¹ Algunos autores defienden que la igualdad de oportunidades debe ser entendida como “igualdad en el acceso a la información”. Así, HERNÁNDEZ SAINZ, RDBB, 1998, 769-770; MONROY ANTÓN, RDBB, 2005, 59; El delito de abuso de información privilegiada, 2006, 146; LÓPEZ LOZANO, LL, 2002, 1867. En cambio, hay quienes prefieren –con razón– analizar la igualdad de oportunidades en sus distintas facetas, esto es: igualdad de condiciones en la contratación, igualdad de riesgos o igualdad de información. Vid. ARROYO ZAPATERO, El abuso de información privilegiada, 1995, 55; RODRÍGUEZ MONTAÑÉS, Información privilegiada, en: El País, de 18 de noviembre de 1996; MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 210.

del funcionamiento mismo del sistema bursátil. En efecto, la propia dinámica del mercado concede a los iniciados el privilegio de acceder a informaciones relevantes para las cotizaciones antes que el resto de participantes en el negocio de valores mobiliarios, aunque ello no implica, desde luego, que se le otorguen facultades para explotar esta ventaja cognoscitiva.

En este sentido, *PRIETO del PINO* afirma que por mucho que en un mercado reine la transparencia y en el mismo las empresas divulguen toda la información relevante, siempre habrá sujetos que acceden prioritariamente a la información frente al resto de participantes, por lo que “la desigualdad en el acceso a la información es, pues, inherente al funcionamiento de las empresas emisoras de valores y a la dinámica del mercado de valores”²⁴². Esto es así porque, aun cuando la normativa del mercado de valores obliga a las empresas emisoras de títulos a informar en el menor tiempo posible de todo hecho o información relevante para las cotizaciones, siempre existirá, inevitablemente, un margen de tiempo –por muy corto que sea– en el que indiscutiblemente prevalece una situación de desigualdad. Además, debe tenerse en cuenta que el deber de informar no es ilimitado, ya que la misma LMV exime a los emisores de valores de esta obligación cuando se alegue que la difusión de la noticia podría afectar los intereses legítimos de la sociedad, lo que lleva a apreciar nuevamente la situación de desigualdad aludida. En

²⁴² PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 180. En el mismo sentido, GÓMEZ INIESTA, *La utilización abusiva de información privilegiada*, 1997, 271-272; FARALDO CABANA, *EPCr*, 1995, 56-60, STRATENWERTH, *Zum Straftatbestand des Missbrauchs*, 1983, 669-670, explica que el criterio de la igualdad no delimita correctamente el ámbito de protección, ya que la desigualdad de los inversores en el mercado de valores es connatural a la existencia del mismo; SANGIOVANNI, *ZStW*, 2000, 159, alega que defender la transparencia del mercado como objeto de protección, es incompatible con la existencia de informaciones asimétricas propias del mercado de valores. En contra, MONROY ANTÓN, *El delito de abuso de información privilegiada*, 2006, 144-145; RDBB, 2005, 58, admite que las diferencias de trato entre los distintos tipos de clientes existen y existirán siempre, pero sostiene que esta “inevitable superioridad de información” no justifica el uso de información privilegiada. Siguiendo este planteamiento, expresa que las legislaciones que proscriben las operaciones de iniciados tienen en cuenta que éstos gozan de una posición de privilegio respecto del resto de inversores y, por ello intentan buscar la igualdad al prohibir el uso de información relevante de la que carecen los demás participantes en el mercado. La igualdad de oportunidades –afirma– parece sin duda alguna protegida en el Código penal. En definitiva, la igualdad de oportunidades, entendida como igualdad en el acceso a la información y no como igualdad total de trato, es uno de los valores más importantes que debe intentar proteger cualquier legislación sobre información privilegiada. RUIZ RODRÍGUEZ, *Protección penal del mercado de valores*, 1997, 327, considera que la igualdad en el acceso al mercado sí que tiene un valor como condición de protección de bienes jurídicos, por lo que la identificación de estos y su puesta en relación con aquella es básico.

este último supuesto –expresa– se reconoce la primacía de los intereses de la sociedad emisora frente a la igualdad de los inversores en el acceso a la información relevante²⁴³.

Con base en estas consideraciones, la autora plantea dos limitaciones a la teoría del acceso igualitario, a saber: la existencia de privilegios informativos inherentes al funcionamiento del mercado, y que dicha igualdad sólo podrá invocarse frente a la información cuya divulgación sea legalmente obligatoria para la sociedad emisora, pues de lo contrario, prevalecerá el interés social. Finalmente, toma posición y niega que el *insider trading* lesione el acceso igualitario a la información, ya que las operaciones con información privilegiada no provocan desigualdad en la obtención de información. La asimetría informativa es, pues, inherente al mercado y de ninguna manera es consecuencia de la realización de operaciones con información privilegiada. La desigualdad en el acceso a la información es ocasionada por la no difusión del hecho relevante, pero no por su utilización en las operaciones de mercado. El incumplimiento, por parte de las sociedades emisoras, de la obligación de divulgar supone una infracción grave que atenta contra la igualdad de los inversores en el acceso a la información, pero dicha infracción no implica simultáneamente un uso de información privilegiada.

En definitiva, dicha autora considera que, una vez desestimado el supuesto daño que las operaciones de iniciados causan a la igualdad de oportunidades en el acceso a la información, carece de sentido tomar en consideración una posible lesión de la igualdad de oportunidades en el mercado de valores, pues dichas oportunidades versan sobre la explotación económica de la información a la que previamente se tiene acceso. Así, pues, afirma que la desigualdad de oportunidades como supuesto daño irrogado por las operaciones de iniciados, “no es más que la lógica consecuencia de la ventaja informativa de la que gozan algunas personas”²⁴⁴.

²⁴³ *Ibidem*.

²⁴⁴ PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 181.

2.1.5) Posición personal: la igualdad de oportunidades como punto de partida para la concreción del bien jurídico protegido en el *insider trading*

Hemos constatado que el criterio de la igualdad de oportunidades como bien jurídico protegido en las operaciones de iniciados es asumido por un amplio sector de la doctrina como consecuencia de las previsiones legislativas tanto europeas como nacionales. En efecto, en más de una ocasión el legislador europeo venía insistiendo en que el correcto funcionamiento del mercado dependía en gran medida de la igualdad de condiciones entre los inversores, de manera que todos tuvieran las mismas oportunidades de ganancias. De esta forma, al operar con una ventaja cognoscitiva, el iniciado mina la igualdad de oportunidades de todos los participantes en el mercado. A nuestro juicio, el criterio de la igualdad de oportunidades coloca en la senda correcta la labor de concreción del bien jurídico protegido en el *insider trading*; sin embargo, dicho criterio –en su faceta del “acceso” igualitario a la información– no constituye el interés protegido en el delito de iniciados; la razón: la desigualdad en el acceso a la información relevante es consustancial al propio sistema bursátil, pues los privilegios informativos existen y existirán siempre, aunque bien es cierto que esto no faculta a los *insiders* a realizar operaciones con información privilegiada. La igualdad en el acceso a la información es, pues –como señala *STRATENWERTH*– un criterio insuficiente para fundamentar la intervención del Derecho penal en este ámbito²⁴⁵, y lo es porque –además de las anteriores consideraciones– la LMV se decanta por proteger el interés social frente al de los inversores cuando la difusión de la noticia podría afectar los intereses societarios, en cuyo caso los emisores están exentos de la obligación de publicar el hecho relevante.

A nuestro juicio, el criterio de la igualdad de oportunidades sólo puede erigirse como bien jurídico protegido si se acompaña de una importante matización, esto es, que el correcto funcionamiento del mercado de valores está asentado sobre una serie de principios informadores, v. gr., el principio de transparencia e igualdad, que procuran que todos los participantes en el mercado dispongan de las mismas oportunidades de ganancias, que es precisamente el motivo que lleva al inversor-ahorrador a participar en el mercado bursátil. Pero hay que tener en cuenta que la bolsa es un mercado de riesgos,

²⁴⁵ STRATENWERTH, Zum Straftatbestand des Missbrauchs, 1983, 669, 670.

una suerte de competencia entre contendientes, por lo que tendrán mayores perspectivas de éxito quienes dispongan de mejores medios o armas para dicha contienda, lo que se traduce en suficientes medios informativos, asesoramiento y capacidades individuales como negociante. En este sentido, si un determinado inversor gana la contienda sin que medie ninguna ventaja informativa sobre los demás, entonces el mercado de valores habría cumplido su cometido y el resto de inversores aceptará sin mayor reparo su triunfo; lo que no ocurrirá cuando el iniciado opera con información de la que no disponen los demás inversores. Ahora bien, esto no quiere decir que quienes –como producto de su esfuerzo y habilidad– obtengan información valiosa para sus transacciones o deduzcan hechos relevantes no puedan utilizarlas en sus operaciones sólo porque los otros inversores –con menos capacidad de gestión o por su escasa diligencia– no hayan obtenido ninguna ventaja para la competencia. De esta forma, pues, consideramos que lo que la norma intenta proteger es la igualdad en el riesgo que suponen las operaciones bursátiles: la bolsa es un negocio de riesgos en el que sólo algunos obtendrán ganancias, mientras que otros sufrirán pérdidas económicas, pero esta dinámica es también consustancial al sistema, siempre que todos los participantes hayan asumido los mismos riesgos inherentes a la actividad bursátil y no lo hayan conjurado valiéndose de su posición de privilegio. En este sentido, todos los participantes en el mercado deben asumir los mismos riesgos y sólo les está permitido conjurarlo por medio de sus especiales capacidades de gestión y negociación, en cuyo caso la igualdad de oportunidades –en su faceta de igualdad en el riesgo– como bien jurídico colectivo no se vería afectada²⁴⁶.

2.2) *La confianza del inversor como objeto jurídico protegido*

Aunque la confianza del inversor es un elemento que está en íntima conexión con las teorías que se han expuesto, lo cierto es que hay autores que defienden con exclusividad este criterio como bien jurídico protegido en el delito de tráfico de información privilegiada²⁴⁷. En este sentido, *GÓMEZ INIESTA* realiza una amplia caracterización de

²⁴⁶ En parecidos términos, PAZ RUBIO, CuadDJ, 1993, 160, invoca la igualdad de trato de todos los inversores, con el fin de evitar que determinados sujetos se encuentren en una situación privilegiada y que, como consecuencia de ella, puedan realizar operaciones “sin riesgo” en beneficio propio o de sus clientes.

²⁴⁷ PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 195, plantea que un sector de la doctrina considera que la lesión de la confianza es un efecto con negativas repercusiones económicas ligado a la lesión de la igualdad de oportunidades de todo los inversores en el mercado de valores. Otros autores, sin

la confianza del inversor como objeto jurídico tutelado por el art. 285 CP. Así, pues, este autor parte de la base de que en la criminalidad económica existe un elemento común: el abuso de confianza. Además, acoge la postura de *OTTO*, quien entiende que los delitos económicos son conductas dañosas que hacen peligrar la confianza en el orden económico en su conjunto o en alguno de sus institutos y con ello la existencia y funcionabilidad de ese orden económico. A partir de esta premisa, el autor se dispone a analizar si en el ámbito del Derecho penal económico la confianza tiene un significado concreto, específico y autónomo²⁴⁸.

En su exposición, el autor invoca el planteamiento de algunos penalistas como *OTTO* o *GEERDS* relativo a que la confianza no es un elemento exclusivo de la criminalidad económica, sino que está presente en todo comportamiento criminal, de modo que la protección de la confianza es un elemento general de la protección del bien jurídico. Frente a esto, *GÓMEZ INIESTA* sostiene que en la delincuencia económica la infracción de este elemento difiere del resto de delitos, ya que en este ámbito la infracción no recae directamente sobre la confianza, sino sobre el objeto de dicha confianza. En consecuencia, este autor admite que sería incorrecto poner el acento de la confianza exclusivamente en la delincuencia económica, pero también lo sería negarse a ver en la infracción de la confianza un elemento propio de la criminalidad económica.

En el tráfico económico moderno –continúa– existe “una confianza que debe ser tenida en cuenta por los operadores económicos, una confianza que va más allá de las concretas confianzas dentro de la relación autor-víctima. Pero hablar de una confianza en abstracto sólo tiene sentido en un ámbito socioeconómico determinado, en el cual existen reglas

embargo, sostienen que aunque la vinculación de la confianza de los inversores con la igualdad y el correcto funcionamiento del mercado es muy estrecha, no son estos últimos los objetos de protección en las operaciones de iniciados, sino la confianza de los inversores en sí misma. La protección de la confianza lleva consigo la tutela en la igualdad de las relaciones económicas. Relacionan la confianza con otros criterios como la igualdad, transparencia, eficacia o estabilidad del mercado, en Alemania, PFISTER, ZGR (2), 1981, 337; LENENBACH, ZIP (6), 2003, 246; en la doctrina española, entre otros, SÁNCHEZ GUILARTE, RDBB, 1987, 669; OLIVER ALFONSO, AF, 1990, 2174; VARELA VARAS, AMF, 1992, 1; LÓPEZ PEREGRÍN, APen, 1993, 422; MARTÍNEZ FLÓREZ, EJB, 1995, 3555; RODRÍGUEZ MONTAÑÉS, Información privilegiada, en: El País, de 18 de noviembre de 1996; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 188-189; SUÁREZ GONZÁLEZ, Compendio, 1998, 551; JERICÓ OJER, La utilización de información privilegiada, 2002, 189; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 131; IÑIGO CORROZA, Uso de información privilegiada, 2003, 300-301; ZUNZUNEGUI PASTOR, ¿Qué es el insider trading?, en: RDMF, octubre 2006.

²⁴⁸ Vid. para mayores detalles, GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 288; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 196.

que deben ser respetadas por sus integrantes, más aún cuando esa estructura dispone de una organización cuyo centro de gravedad gira fundamentalmente alrededor de la confianza de sus miembros; confianza del todo necesaria para el cumplimiento de los fines de esa organización dentro de la economía, de forma que la lesión a esa particular confianza repercute en el concreto instituto y pone en peligro la estabilidad económica”²⁴⁹. Siguiendo esta línea, GÓMEZ INIESTA sostiene que en algunos delitos como los bancarios o societarios, es posible comprobar la existencia de una base de confianza junto a otros elementos que son absorbidos por la misma y que requieren protección, por lo que la intervención del Derecho penal es imprescindible²⁵⁰.

Una vez asumida la relevancia que la confianza tiene en la criminalidad económica, y más concretamente, en las operaciones con información privilegiada que inducen al inversor a colocar sus recursos en otras esferas, el autor cuestiona si debe elevarse a la categoría de bien jurídico protegido la denominada “confianza de los inversores en el

²⁴⁹ GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 289, 294 n. 113, considera que el *insider trading* se configura, siguiendo la denominación de NOVOA MONREAL, como un “delito contra la confianza” en el tráfico jurídico del mercado de valores; no obstante, creemos que esta interpretación es errónea, ya que lo que intenta resaltar NOVOA MONREAL con esta denominación es precisamente el error en el que algunos autores incurren al incorporar los delitos contra la confianza en el tráfico jurídico a los delitos económicos. Y este es exactamente el error en la interpretación de G. INIESTA, pues concibe el delito de iniciados como un delito económico y, a la vez, lo clasifica como un delito contra la confianza en el tráfico jurídico. En realidad, lo que NOVOA MONREAL sostiene es que existe un categoría intermedia -entre los clásicos delitos contra la propiedad (o contra los intereses patrimoniales individuales) y el delito económico- denominada “delitos contra la confianza en el tráfico jurídico”. Y que, cuando esta categoría aparece recogida en la ley significa que la buena fe y la lealtad de los contratantes en sus negocios se ha erigido como bien jurídico susceptible de protección; sin embargo, aunque admite que este bien trasciende el interés privado de una o más personas, porque se mira al ennoblecimiento de cierta clase genérica de relaciones jurídicas, advierte que no puede ser confundido con el orden público económico por cuanto, en última instancia, protege y beneficia sólo a grupos humanos más o menos amplios que realizan tráfico de negocios y no a toda la colectividad. Además –alega- este bien no está destinado a proteger el sistema económico, sino sólo a mejorar un ámbito más o menos reducido de actividades económicas que interesan a un sector de la sociedad. Cfr. NOVOA MONREAL, ADPCP, 1982, 68-69. Por el contrario, si se hubiese tomado como referencia el planteamiento de SUTHERLAND relativo al modo de ejecución de la criminalidad económica, no habría problemas para identificar los delitos contra la confianza con los delitos económicos, pues este autor identifica el abuso de confianza como característica del delito económico, de tal forma que el abuso de confianza socialmente exigible en la vida económica constituye un delito económico. Pero, además, importa destacar que los seguidores de esta línea sostienen que el comportamiento que contradice la imagen de un buen comerciante, por su forma de ejecución y por sus efectos puede poner en peligro, además de lesionar intereses individuales, el orden económico. *Vid.* al respecto, TIEDEMANN, CPC, No. 28, 1986, 66-67. Por su parte, IÑIGO CORROZA, Uso de información privilegiada, 2003, 285 n. 5, sugiere englobar el delito de uso de información privilegiada dentro de la categoría de los llamados “Delitos contra la competencia”.

²⁵⁰ *Vid.* ampliamente, GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 290, los ejemplos de tipos delictivos propuestos para demostrar el papel significativo que la confianza tiene en el ámbito del Derecho penal y, en particular, en la protección de bienes jurídicos.

correcto funcionamiento del mercado de valores” y si, además, es posible clasificarlo como un bien jurídico supraindividual. Su respuesta es afirmativa. Así, pues, admite que a través del uso de información privilegiada se lesiona o se pone en peligro de forma directa la confianza del inversor en el correcto funcionamiento del mercado de valores. En efecto –sostiene– si las funciones primordiales de la Bolsa son convertir el ahorro en inversión y crear políticas de ordenación económica destinadas a abrir las puertas del mercado a toda la población, entonces dichas funciones sólo podrán verse materializadas en la medida en que los inversores- ahorradores tengan confianza en el funcionamiento del mercado. En otras palabras, el inversor estará dispuesto a invertir en la Bolsa, siempre que confíe en la limpieza del mercado y en la veracidad de los acontecimientos²⁵¹.

²⁵¹ GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 292. En parecidos términos, ARROYO ZAPATERO, El abuso de información privilegiada, 1995, 55-56, sostiene que lo que se pretende proteger tanto en la incriminación administrativa como en la penal es “el buen funcionamiento del mercado de valores”, en su misión de financiación de los agentes económicos o, también, la “confianza de los inversores en el mercado de valores”. Así mismo, considera posible que se trate de un bien jurídico de carácter colectivo o supraindividual; MARTÍN PALLÍN, CuadDJ, 1997, 6, expresa que el funcionamiento del mercado de mantendrá siempre que se realicen esfuerzos por detectar la aparición de personas o empresas que se valen de información privilegiada para satisfacer sus intereses particulares, introduciendo la desconfianza en la masa de inversores; MESTRE DELGADO, DP PE, 2001, 357, manifiesta que el mercado de valores se sustenta en la confianza de los inversores en que los precios de las transacciones se determinan de forma objetiva y transparente; MARTÍNEZ FLÓREZ, EJB, 1995, 3555, plantea que el *insider trading* socava la confianza en los mercados de valores, elemento fundamental para su correcto funcionamiento; VOLK, ZHR, 1978, 3, sostiene que las operaciones de iniciados afectan la confianza en el sistema bursátil, lo que a su vez genera desconfianza en la integridad del régimen económico; OTTO, El abuso de información privilegiada, 1995, 457, afirma –siguiendo a STRATENWERTH– que las operaciones de iniciados pueden perjudicar intereses económicos generales mediante la vulneración de la confianza del inversor en el funcionamiento del mercado de capitales; SÁNCHEZ GUILARTE/ TAPIA HERMIDA, RDBB, No. 28, 751, 785, aducen que el *insider trading* lesiona la confianza en el tráfico bursátil, deforma el equilibrio del mercado de valores y elimina la competencia igualitaria; SUÁREZ GONZÁLEZ, Compendio, 1998, 551, afirma que la represión del *insider trading* intenta impedir la quiebra que para la confianza en el correcto funcionamiento del mercado supone la falta de *transparencia informativa*; FOFFANI, Delitos Bancarios, 2003, 114, aunque identifica una diversidad de bienes protegidos (las funciones de la Bolsa y el patrimonio de la masa de inversores como bien jurídico supraindividual), admite que la prohibición de las operaciones de iniciados se dirige a fortalecer la confianza del inversor en el trato igualitario de los operadores del mercado en el acceso a la información, y de esa forma, además, se fortalece el correcto funcionamiento de los mercados; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, en: Bacigalupo (dir.), Curso, 2005, 362, pese a que admite la protección de otros intereses como la correcta formación de los precios, la seguridad de las transacciones y el propio sistema bursátil, sostiene que esto no es óbice para entender que el bien jurídico directamente protegido sea la confianza del inversor en el mercado de valores regido por el principio de igualdad de oportunidades. Por tanto –sugiere– se sigue un criterio colectivista no individualista. En contra de la confianza del inversor como bien jurídico protegido, MONROY ANTÓN, RDBB, 2005, 66; El delito de abuso de información privilegiada, 2006, 153, sostiene que no es la confianza del inversor la que proporciona al mercado un correcto funcionamiento, sino a la inversa. En tal sentido, un inversor puede tener plena confianza en el mercado y éste no funcionar correctamente por múltiples causas, como puede ser la falta de transparencia, la utilización de información privilegiada o la falta de profesionalidad de los operadores. De darse esta situación, el mercado no estará funcionando correctamente, pero el inversor, desconocedor de los hechos, seguirá confiando en él.

La utilización abusiva de información privilegiada altera la confianza que el público-inversor deposita en el mercado. El concepto así descrito –argumenta– puede parecer excesivamente genérico, pero al igual que sucede con otros delitos económicos, el peligro o la lesión no es fruto de conductas individuales, sino que sólo se producirá cuando se ejecuten de forma reiterada operaciones con información privilegiada, lo que sí afectará la suma de todas esas confianzas individuales, por lo que dicho elemento sí que puede constituir el bien jurídico protegido, sin renunciar a su contenido material garantista. En definitiva, el *insider trading* afecta directamente la confianza de los inversores en el correcto funcionamiento del mercado de valores, este criterio es, pues, el bien más valioso, con autonomía propia e indudable valor, como elemento esencial de las relaciones económicas de un país. Las operaciones de iniciados como comportamiento individual pueden resultar inocuas a la integridad de la confianza en el mercado²⁵².

Es evidente que para *GÓMEZ INIESTA* el eje central del funcionamiento del mercado de valores está constituido por la confianza que éste inspire a los inversores, de allí que afirme que sólo la protección de dicha confianza podrá garantizar la incolumidad de otros bienes que también requieren tutela, tal es el caso de la transparencia informativa, la igualdad en el acceso al mercado y, en general, la protección del inversor. La

²⁵² *GÓMEZ INIESTA*, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 294. Asume esta postura, *IÑIGO CORROZA*, Uso de información privilegiada, 2003, 300 n. 51, para quien el *insider trading* protege la confianza de los inversores en el sistema. Considera, sin embargo, poco relevante una operación aislada con información privilegiada, pues ésta no pondría en peligro ni el orden económico ni la confianza de los operadores en el mercado. Pese a esta afirmación la autora formula una excepción constituida por aquellas conductas individualmente consideradas que por sí solas pueden vulnerar la estabilidad del mercado, como por ejemplo, el caso de una operación con información privilegiada que genera al sujeto activo cuantiosas ganancias y correlativamente grandes pérdidas a otros inversores. En tal supuesto, las operaciones de iniciados –aunque aisladas– sí supondrían una auténtica y real perturbación del sistema económico, por lo que –en este caso– la conducta sería merecedora de sanción penal. El mismo tratamiento deben recibir las conductas reiteradas, ya que también producirían un efecto nocivo en la confianza de los inversores; *RODRÍGUEZ MONTAÑÉS*, Información privilegiada, en: *El País*, de 18 de noviembre de 1996, se suma parcialmente a estas consideraciones al entender que ni la economía ni el mercado de capitales se ven perjudicados en concreto por una operación con información privilegiada, por muy importante que llegara a ser. En este sentido, afirma que cada conducta aislada no lesiona el concreto bien jurídico, pero sí la reiteración y generalización de las mismas. Es evidente que la autora identifica el delito de uso de información privilegiada bursátil con la protección mediata de un bien jurídico supraindividual institucionalizado o espiritualizado, para lo cual recurre a la técnica de los delitos de peligro abstracto, a través de la tipificación de la afectación de un bien intermedio con función representativa (bien jurídico inmediato). En parecidos términos, *PAREDES CASTAÑÓN*, RDPCr, 2003, 139.

confianza es –a juicio del autor– el bien jurídico protegido en la normativa *anti-insider*²⁵³.

Siguiendo esta línea, aunque con una fundamentación distinta, *HORMAZÁBAL* pone el acento de la dañosidad social del *insider trading* en la confianza del inversor, aunque –al igual que *VOLK*, *PFISTER*, *MENNICKE*, *LENENBACH* o *PAWLIK*– también admite que se lesionan otros intereses²⁵⁴. De esta forma, aduce que la conducta de quien opera con información privilegiada lesiona la confianza del inversor en la capacidad de funcionamiento del mercado bursátil y acarrea grandes perjuicios al mercado ya que es evitado por éste. Como bien jurídico colectivo –sostiene– la confianza del inversor en el funcionamiento del mercado está en interés del inversor que asume riesgos que no asume el *intraneus* que goza de información privilegiada. Es interesante destacar, además, que este autor considera que con las operaciones de iniciados el inversor puede ver frustradas sus expectativas de ganancia y verse afectado en su patrimonio. De modo que, ese perjuicio patrimonial (microsocial) pone en evidencia el verdadero perjuicio macrosocial: “se perjudica el mercado de capitales pues el inversor pierde la confianza y lo evita”²⁵⁵.

²⁵³ *Ibidem*. 296-297.

²⁵⁴ Así, *VOLK*, *ZHR*, 1978, 3, identifica la lesividad del *insider trading* con la confianza del inversor en el sistema bursátil, pero advierte que las operaciones de iniciados pueden afectar las funciones de la bolsa y la relación de confianza que existe entre el *insider* y su empresa; *PFISTER*, *ZGR* (2), 1981, 337, aunque admite que la finalidad de una regulación de iniciados se dirige a la protección del funcionamiento de la Bolsa y del inversor, sostiene que el *insider trading* es tan sólo un factor perturbador de la confianza en la Bolsa, lo que puede inducir a los participantes en el mercado a no efectuar inversiones cuando hayan rumores sobre operaciones con información privilegiada; *MENNICKE*, *Sanktionen gegen Insiderhandel*, 1996, 116, 117, sostiene que la finalidad central de una regulación *anti-insider* es la de crear iguales oportunidades de ganancias, lo cual supone un nexo de unión entre la protección del inversor y la protección del funcionamiento de la Bolsa; y esto último requiere –a su juicio– de la confianza de los inversores en la igualdad de oportunidades, que es la razón por la que acuden e invierten en el mercado de capitales; *LENENBACH*, *ZIP* (6), 2003, 244, 245, sugiere que la normativa del mercado de valores debe garantizar la confianza del inversor en la integridad del mercado, aquél que debe procurar la igualdad de oportunidades; *PAWLIK*, *Verbot von Insidergeschäften*, 2007, 397, 398, expresa que las operaciones de iniciados ponen en peligro la confianza que cada inversor debe tener en el correcto funcionamiento del mercado de capitales, con independencia de si se trata de un inversor institucional o privado; así mismo, advierte que se vulnera la igualdad de oportunidades de los inversores; *JAÉN VALLEJO*, *CPC* (97), 2009, 122, alega que además de la confianza del inversor, el delito de iniciados protege el correcto funcionamiento del mercado y la igualdad de todos los operadores en bolsa.

²⁵⁵ *HORMAZÁBAL MALARÉE*, *El uso de información privilegiada*, 2004, 501-502. En el mismo sentido, *SÁNCHEZ GUILARTE/TAPIA HERMIDA*, *RDBB*, 1987, 761, para quienes el *insider trading* afecta la confianza del inversor en la correcta formación del precio de los valores y provoca el distanciamiento de éste respecto del mercado bursátil; *ESTEVAN DE QUESADA*, *RGD*, 1995, 13447, insiste en que la confianza de los inversores es indispensable para el mercado de valores, ya que éstos acuden al mismo confiando en que encontrarán un mercado eficiente y transparente en el que se aseguren sus intereses de liquidez, rentabilidad y seguridad, por lo que, en caso contrario, no acudirían a dicho

2.2.1) Críticas a la confianza del inversor como objeto de tutela penal

Se ha criticado la imposibilidad de concretar el daño de las operaciones de iniciados bajo este criterio referencial y subjetivo de la confianza. Además, se ha sostenido –con razón– que la confianza se ve lesionada cuando los inversores perciben el daño causado con el uso de información privilegiada, de modo que la pérdida de la confianza sería sólo el efecto o la consecuencia del verdadero daño ocasionado. Esto es así porque, en caso contrario, se llegaría al absurdo de considerar que el *insider trading* sólo sería nocivo cuando los inversores tuviesen conocimiento de tales prácticas²⁵⁶.

La confianza del inversor en el correcto funcionamiento del mercado, de la misma manera que el acceso igualitario a la información, tampoco posee –a juicio de *ALTENHAIN*– ninguna explicación valiosa sobre el objeto de protección, ya que dicha confianza sólo puede surgir allí, donde la capacidad de funcionamiento del mercado esté garantizada. Además –sostiene– en este supuesto objeto de protección siempre subyace el bien jurídico universal del funcionamiento del mercado de valores²⁵⁷.

2.2.2) Posición personal

En efecto, la confianza del inversor en la transparencia o el correcto funcionamiento del mercado no es un criterio sólido para la determinación del bien jurídico protegido en las operaciones de iniciados, pues, en primer lugar, no tiene entidad propia en la medida en que siempre se asocia a otro objeto de referencia, como es la transparencia o el normal

mercado; LÓPEZ LOZANO, Información privilegiada en los mercados de valores, 1997, 1364, aduce que una creencia generalizada de que los iniciados operan con ventajas informativas, retraería a muchos inversores, que optarían por otras inversiones alternativas, produciéndose así una elevación del coste del capital para las empresas; MARTÍNEZ FLÓREZ, EJB, 1995, 3556, sostiene que el *insider trading* afecta la confianza del mercado, lo que conlleva a que el inversor abandone el mercado si cree que sólo aquellos que poseen información confidencial pueden obtener beneficios. Por lo tanto, el efecto de las operaciones de iniciados es la desviación del ahorro hacia otros sectores, con la consiguiente disminución de la *marketability* de los valores, el aumento del coste de la adquisición del capital y de las dificultades para la financiación de las empresas.

²⁵⁶ Vid. PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 196-197. En parecidos términos, MONROY ANTÓN, RDBB, 2005, 66; El delito de abuso de información privilegiada, 2006, 153. Parece defender la posición contraria, RUBIO DE CASAS, *Información privilegiada*, en: El País de 28 de noviembre de 1996, quien aduce que el abuso de información privilegiada –si se descubre– mina la confianza de los inversores.

²⁵⁷ ALTENHAIN, *Kölner Kommentare zum Unternehmens*, 2007, 2453.

funcionamiento del mercado y, en segundo lugar, la confianza del inversor en el mercado de valores también podría verse afectada por la concurrencia de prácticas que, a pesar de promover la competencia desleal, no son constitutivas de *insider trading*. En definitiva, pues, la confianza del inversor no es el bien jurídico protegido en las operaciones de iniciados, aunque ciertamente la protección penal del mercado de valores abona a la idea de que el inversor puede confiar en la transparencia de la plaza bursátil donde ejecuta sus decisiones de inversión o desinversión.

b) El modelo del “mercado eficiente”

2.3) El correcto funcionamiento del mercado bursátil como bien jurídico-penal

Pese a la diversidad de planteamientos analizados hasta ahora, en España y Alemania, la doctrina mayoritaria coincide en señalar que la prohibición del *insider trading* tiene por objeto la tutela del correcto funcionamiento del mercado bursátil; no obstante, este criterio suele vincularse a otros de mayor concreción como la igualdad de oportunidades, la confianza de los inversores, la correcta formación de precios, la transparencia del mercado, su eficiencia, credibilidad, liquidez o integridad²⁵⁸, algunos de ellos expuestos

²⁵⁸ En alusión a la doctrina alemana, cfr. ULSENHEIMER, NJW, 1975, 1999; ULMER, JZ, 1975, 625, 626; PFISTER, ZGR (2), 1981, 318, 337; GRUNEWALD, ZBB (3), 1990, 130; MÖLLER, BFuP (46), 1994, 104; OTTO, Der Mißbrauch von Insider-Informationen, 1994, 450-453; KOHLMANN, Das Strafrecht, 1995, 455; MENNICKE, Sanktionen gegen Insiderhandel, 1996, 116; BERGMANN/DREES, StraFo (9), 2005, 365; TIEDEMANN, Wirtschaftsstrafrecht, 2006, 163; ALTENHAIN, Kölner Kommentare zum Unternehmens, 2007, 2453; PAWLIK, Verbot von Insidergeschäften, 2007, 397. En España, *vid.* entre otros, DEFARGES, El “insider trading” hoy, 1987, 12; SÁNCHEZ GUILARTE/TAPIA HERMIDA, RDBB, 1987, 751; GONZÁLEZ CUSSAC, CPC, 1989, 138, 141; DP PE, 1996, 479; OLIVER ALFONSO, AF, 1990-II, 2174; VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, La utilización abusiva de informaciones confidenciales; 1991, 18-21; MUÑOZ CONDE, Uso indebido de información privilegiada, 1991, 27; LÓPEZ CABALLERO, ¿Qué es el insider trading?, 1991, 308 ss; VARELAS VARAS, AMF, 1992, 10; LÓPEZ PEREGRÍN, APen, 1993, 436; PAZ RUBIO, CuadDJ, 1993, 145; VALENZUELA GARACH, La información en la sociedad anónima, 1993, 271; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, ADPCP, 1993, 1033-1034, 1054, 1057; El abuso de información privilegiada, 1998, 337; MORAL BELLO, ICADE, 1993, 88; GARCÍA CIRIZA, AMF, 1994, 2; ARROYO ZAPATERO, El abuso de información privilegiada, 1995, 55; ESTEVAN DE QUESADA, RGD, 1995, 13446; FOFFANI, Tutela penal del mercado, 1995, 511; SEMINARA, Aspectos problemáticos, 1995, 523, 527-528; FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 52, 54, 56-57; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1382-1383; DPE, 2002, 115; DP PE, 2004, 583; DPE, 2005, 294; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 230; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 186-188; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 256 ss, 291; MARTÍN PALLÍN, CuadDJ, 1997, 6; SUÁREZ GONZÁLEZ, Comentarios, 1997, 822; Compendio, 1998, 551; GONZÁLEZ RUS, Jornadas, 1998, 149; Compendio, 2000, 516; BENITEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 351; CALDERÓN CERESO, DP PE, 1999, 874-875; BAJO FERNÁNDEZ, Uso de información privilegiada, 1999, 643; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 523; MESTRE

anteriormente. Esto indica que la doctrina ha agrupado dentro del “correcto funcionamiento del mercado”, todos aquellos aspectos que –a su juicio– son imprescindibles para mantener la incolumidad de este supraconcepto, lo que implica que cualquier distorsión acaecida sobre los criterios más específicos acarreará una lesión, un daño al funcionamiento (global) del mercado²⁵⁹. Veamos, pues, algunas posturas defensoras de esta formulación como bien jurídico protegido en el art. 285 CP.

Un sector considera que el correcto funcionamiento del mercado es un bien jurídico colectivo, destinado a satisfacer las necesidades de carácter social y económico que están en relación con la participación de todos en el proceso económico-social²⁶⁰. Al protegerse el funcionamiento del mercado –sostiene *HERNÁNDEZ SAINZ*– se crea una barrera de contención de riesgos para los intereses económicos individuales de los

DELGADO, DP PE, 2001, 357; GARCÍA VALDÉS/FIGUEROA NAVARRO, en: Luzón Peña (dir.) EPB, 2002, 57; CORCOY BIDASOLO *et al*, Derecho Penal de la Empresa, 2002, 206; 2002, 206; OLIVA GARCÍA, Información privilegiada, 2002, 2; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 131; BAUCCELLS LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), Comentarios, 2004, 1054; DEL ROSAL BLASCO, Mercado bursátil, 2004, 1178, 1180; MONTES ÁLVARO, El delito de información privilegiada, 2004, 1215, 1234; VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS, Comentarios, 2005, 1448; GARCÍA MECA/MARTÍNEZ CONESA, El tráfico de información privilegiada, 2005, 57; MONROY ANTÓN, RDBB, 2005, 64-67; QUINTANAR DÍEZ, CPC, 2006, 161, 169; RODRÍGUEZ MOURULLO, Anales, 2007, 603.

²⁵⁹ *Vid.* Considerando IV, V y VI de la Directiva 89/592/CEE (DOCE, L 334/30, de 18 de noviembre de 1989; Considerando IV, V y VI de la Propuesta de Directiva 87/C 153/09; Considerando II, XII y XV de la Directiva 2003/6/CE (DOCE, L 96/16, de 12 de abril de 2003).

²⁶⁰ En este sentido, AUGER LIÑÁN, PJ, 1988, 228; ARROYO ZAPATERO, El abuso de información privilegiada, 1995, 56; ROBLEDO VILLAR, Delitos contra el patrimonio, 1997, 398; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 187; BENITEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 350; HORMAZÁBAL MALARÉE, El uso de información privilegiada, 2004, 493; FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 63, al comentar el delito de uso de información privilegiada previsto en el PCP/1994, expresa que el tipo se configura como un delito de peligro abstracto para un bien jurídico colectivo referido al correcto funcionamiento del mercado de valores; MARTÍNEZ- BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1382-1383; DPE, 2002, 115; DP PE, 2004, 583; DPE, 2005, 294, habla de un objeto jurídico supraindividual difuso que consiste en el correcto funcionamiento del mercado de valores, también le denomina bien jurídico colectivo “institucionalizado” o “espiritualizado”; MARTÍNEZ FLÓREZ, EJB, 1995, 3557, manifiesta que el sistema español ha optado por un *securities market approach* puro que se dirige a la protección exclusiva del mercado; QUINTANAR DÍEZ, CPC, 2006, 169, sostiene que el bien jurídico protegido en el art. 285 CP tiene una dimensión colectiva, ajena a los intereses individuales de los inversores. Así, pues, aduce que estamos frente a un delito de peligro para el bien jurídico colectivo, correcto funcionamiento del mercado de valores. En contra, TERRADILLOS BASOCO, Empresa y Derecho Penal, 2001, considera que no son convincentes los argumentos de quienes se decantan por la identificación en el art. 285 de un solo bien jurídico difuso o colectivo: no puede entenderse –sostiene– como bien jurídico “el correcto funcionamiento del mercado de valores”, ya que ello significaría desconocer que el tipo exige una afectación a patrimonios concretos; GONZÁLEZ CUSSAC, CPC, 1989, 140, critica las posiciones que defienden con exclusividad el sistema económico o el buen funcionamiento del mercado, pues considera que el principio de *ultima ratio* del Derecho penal le impide actuar frente a casos de mínima disfuncionalidad del sistema económico.

inversores y de otros agentes económicos. Pero, además, se delimitan las condiciones necesarias para que los bienes jurídicos individuales se desarrollen correctamente²⁶¹. Las operaciones de iniciados –alega– lesionan el buen funcionamiento del mercado de valores por varias razones, a saber: a) merma la confianza de los inversores, b) afecta la transparencia, c) lesiona el principio de igualdad en el acceso a la información y, d) existe una inmoralidad intrínseca en estas operaciones, lo que es reprochable desde la perspectiva ética de los negocios²⁶². En definitiva, la autora se decanta²⁶³ por el correcto funcionamiento del mercado de valores como bien jurídico protegido; sin embargo, considera que la protección se centra, más concretamente, en la salvaguarda de la transparencia del mercado y la confianza de los inversores como condiciones necesarias para el funcionamiento eficiente de dicho mercado. Por lo tanto –sostiene– estamos frente a un bien jurídico colectivo²⁶³.

Así mismo, se argumenta que el mercado de valores tiene asignada una importante función en la política económica del Estado, en cuanto fuente de financiación para que las empresas lleven a cabo sus estrategias de inversión y para proporcionar liquidez a los inversores que concurren al mercado atraídos por los beneficios económicos que podrían

²⁶¹ En el mismo sentido, HORMAZÁBAL MALARÉE, El uso de información privilegiada, 2004, 492-493.

²⁶² Vid. sobre el papel de la ética en los mercados financieros y, en particular, en el mercado de valores, LÓPEZ CABALLERO, ¿Qué es el insider trading?, 1991, 310; MORAL BELLO, ICADE, 1993, 77-78, 88; ARGANDOÑA, Información privilegiada, 1994, 121 ss; MARTÍNEZ FLÓREZ, EJB, 1995, 3555; KOSLOWSKI, Tráfico de información privilegiada, 1995, 546.

²⁶³ Cfr. HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 186-189. En parecidos términos, BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 350-351; QUERALT JIMÉNEZ, DP PE, 1996, 473; DP PE, 2008, 581; QUINTANAR DÍEZ, CPC, 1996, 161; RUBIO DE CASAS, Información privilegiada, en: El País de 28 de noviembre de 1996; MAYO CALDERÓN, La tutela de un bien jurídico colectivo, 2005, 97, califica el correcto funcionamiento del mercado de valores como un bien jurídico colectivo estructural; SÁNCHEZ GUILARTE/TAPIA HERMIDA, RDBB, 1987, 751, argumentan que los pilares básicos del mercado de valores como son la igualdad, la transparencia y la confianza, aseguran el anhelado correcto funcionamiento del mercado bursátil; ESTEVAN DE QUESADA, RGD, 1995, 13448, sostiene que si en un mercado de valores se permitiesen las operaciones con información privilegiada, se generaría una situación de desconfianza por parte de los inversores, que dejarían de operar en él, lo cual repercutiría en el funcionamiento del mercado y que, incluso, podría poner en peligro su propia subsistencia, con el consiguiente grave perjuicio para la economía del país; MONROY ANTÓN, RDBB, 2005; 67; El delito de abuso de información privilegiada, 2006, 154, para quien el *insider trading* vulnera el principio de igualdad y transparencia, desde el momento en que no todos los inversores cuentan con una información precisa y verás. La lesión de estos principios supone un daño para el correcto funcionamiento del mercado de valores, el cual se erige como uno de los bienes jurídicos protegidos por el delito de iniciados.

obtener. Se dice, pues, que la Bolsa permite transformar el ahorro en inversión²⁶⁴. Además, el mercado de valores permite mantener la estabilidad de las inversiones mediante el flujo constante de las contrataciones bursátiles, y permite conciliar el interés del público inversor con el interés de las empresas.

Posturas como ésta plantean la necesidad de realizar una delimitación más precisa que nos permita identificar con nitidez la cuestión que subyace tras esta formulación. Para ello, aplicaremos la nomenclatura de bien jurídico utilizada en el ámbito de la delincuencia económica.

2.3.1) El correcto funcionamiento del mercado como bien jurídico mediato

De acuerdo con la clasificación de los bienes jurídicos en el Derecho Penal económico, consideramos que –aunque estos autores no lo digan expresamente– el “correcto funcionamiento del mercado de valores” es concebido –desde esta perspectiva– como un bien jurídico mediato que no coincide con el objeto directamente tutelado por la norma, es decir, con el bien jurídico inmediato²⁶⁵. Al respecto, es preciso recordar que el bien jurídico mediato es un concepto amplio que se identifica más con la *ratio legis* o motivos que llevaron al legislador a criminalizar determinado comportamiento, por lo que su función en la determinación del bien jurídico en sentido técnico es más limitada. Así pues, esa lesión al normal funcionamiento del mercado se identifica con lo que *MARTÍNEZ-BUJÁN* o *GALLEGO SOLER* denominan lesividad abstracta, cuyo campo de actuación se circunscribe al discurso sobre la legitimidad y necesidad de la intervención penal, y que incluye no sólo la lesividad concreta, sino todos los intereses jurídicos que pueden operar como bienes puramente mediatos o como simple *ratio legis* de la criminalización²⁶⁶.

²⁶⁴ GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 284; HORMAZÁBAL MALARÉE, El uso de información privilegiada, 2004, 496; en la doctrina alemana, VOLK, ZHR, 1978, 3; KOHLMANN, Das Strafrecht, 1995, 455.

²⁶⁵ Así, expresamente, FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 133, califican la confianza en el correcto funcionamiento del mercado de valores como un bien inmaterial *mediatamente* protegido en el *insider trading*.

²⁶⁶ Cfr. GALLEGO SOLER, Responsabilidad penal, 2002, 55 ss; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE PG, 2007, 151-152.

Una vez demostrado que el funcionamiento del mercado es, en realidad, un bien jurídico mediato, queda por determinar –a la luz de estas consideraciones– cuál es el bien jurídico directamente protegido en el delito de iniciados. Los defensores de esta postura identifican –a nuestro juicio– el bien jurídico inmediato con algunos de los principios que rigen las funciones del Mercado de Valores; de ahí que se alegue que estamos frente a un delito pluriofensivo²⁶⁷.

2.3.2) Las funciones de la Bolsa como bienes jurídicos inmediatos

Como es sabido, el mercado de valores se rige por una serie de principios que constituyen la base de su correcto funcionamiento dentro del sistema económico. Hemos visto que muchos de estos principios han sido identificados –de forma independiente– como bienes jurídicos dignos de protección penal²⁶⁸; sin embargo, las posiciones defensoras del funcionamiento del mercado como objeto de protección penal, reconducen el contenido de lesividad del *insider trading* a la infracción de las reglas del mercado, de tal forma que la vulneración de alguna de ellas implica simultáneamente la afectación del “correcto funcionamiento del mercado de valores”. Dicho de otro modo, la lesividad concreta o antijuridicidad material de las operaciones de iniciados está constituida –según esta tesis– por la afectación de los principios que rigen el funcionamiento del mercado bursátil²⁶⁹.

²⁶⁷ Así, SANGIOVANNI, ZStW, 2000, 159; AUGER LIÑÁN, PJ, 1988, 228; CORCOY BIDASOLO, Derecho penal de la Empresa, 2002, habla de delito complejo. En contra, FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 63, quien defiende –si ulteriores concreciones– que el bien jurídico protegido es el correcto funcionamiento del mercado de valores, dejando de un lado la referencia a otros criterios como el perjuicio de los inversores, la eficacia, transparencia o liquidez del mercado. No estamos, pues –según la autora– frente a un delito pluriofensivo; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 292, sostiene que la discusión centrada en entender que estamos frente a un bien jurídico pluriofensivo poniendo en el acento en uno de los intereses que vienen a converger, sea la igualdad de oportunidades como objeto directo de protección, sea el propio funcionamiento del mercado para de esta forma y en vía secundaria mantener la confianza del inversor, no resulta del todo acertada, pues con el uso de información privilegiada se ataca directamente a la confianza del inversor en el correcto funcionamiento del mercado.

²⁶⁸ Vid. *supra*. la amplia exposición de las distintas teorías sobre el bien jurídico protegido en el delito de *insider trading*.

²⁶⁹ En este sentido, DEL ROSAL BLASCO, Mercado bursátil, 2004, 1179, considera que las normas del Derecho penal del mercado de valores deben tener como prioridad inmediata la tutela de las propias reglas de funcionamiento del mercado que, en última instancia, están construidas para garantizar la transparencia e integridad, así como la tutela de los mecanismos de supervisión de la CNMV; SÁNCHEZ GUILARTE/TAPIA HERMIDA, RDBB, 1987, 760, admiten que las funciones asignadas a la bolsa

Si esto es así, debemos interpretar que la doctrina mayoritaria entiende que estamos frente a un delito pluriofensivo, ya que no circunscriben la lesividad de las operaciones con información privilegiada a una categoría única.

Uno de los principios básicos a los que se alude comúnmente es la *transparencia*, concebida como uno de los pilares esenciales del mercado de valores y que está en íntima conexión con otros presupuestos como la igualdad, la correcta formación de precios y la eficiencia. Se dice que este aspecto tiene una incidencia clave en el buen funcionamiento del mercado, ya que contribuye a una mejor toma de decisiones que influirán en la formación de los precios. Así pues, a través de la transparencia informativa se procura tutelar los intereses del inversor –real o potencial– a la hora de tomar sus decisiones de inversión, por lo que es imprescindible que la información que obtenga sea transparente y veraz. El principio de transparencia implica, pues, disponibilidad de información, reglas claras e igualdad de armas para los inversores, por lo que las operaciones de iniciados vulneran este concreto aspecto del mercado y consecuentemente su correcto funcionamiento²⁷⁰.

constituyen un primer argumento a favor de la represión del *insider trading*; IÑIGO CORROZA, *Uso de información privilegiada*, 2003, 297, sostiene que el funcionamiento del mercado de valores se asienta sobre dos principios fundamentales, a saber: el principio de eficiencia y la protección del inversor; MARTÍNEZ FLÓREZ, EJB, 1995, 3556, sostiene que las operaciones de iniciados impiden que el mercado de capitales cumpla con las funciones que se le han asignado en un determinado modelo económico.

²⁷⁰ Así, FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 129 ss; MONROY ANTÓN, RDBB, 2005, 66; *El delito de abuso de información privilegiada*, 2006, 153 ss; DE CARLOS BELTRÁN, *Noticias/ C.E.E*, 1987, 77; OLIVA GARCÍA, *Información privilegiada*, en: *El País*, 16 de diciembre de 2002; SUÁREZ GONZÁLEZ, *Compendio*, 1998, 551. Para LÓPEZ GARRIDO/GARCÍA ARÁN, *La voluntad del legislador*, 1996, 143, el *insider trading* protege la transparencia del mercado bursátil como presupuesto de la protección de los inversores; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), *Comentarios*, 1999, 349-351, afirma que el uso de información privilegiada rompe las reglas básicas del correcto funcionamiento del mercado, a saber: igualdad en el riesgo de la inversión, confianza y transparencia. Cuando el sujeto activo utiliza información privilegiada –aduce– no interviene en el proceso de formación de los precios del mercado, sino que solamente accede a él con una información de la que carecen los demás, por lo que lo único que se vulnera es la transparencia; CASTRO MORENO/ OTERO GONZÁLEZ, *El abuso de información privilegiada*, 2006, 129, alegan que las regulaciones del mercado de valores y, especialmente en materia de información privilegiada, persiguen la transparencia de dicho mercado erradicando la manipulación de información y la especulación injusta; DEL ROSAL BLASCO, *Mercado bursátil*, 2004, 1177-1178, expresa que la interdicción del uso de información privilegiada pretende lograr la transparencia e integridad de los mercados, para así garantizar el principio de igualdad de trato entre los inversores; MARCHENA GÓMEZ, *De los delitos relativos al mercado*, 2002, 1897, expresa que el art. 285 CP acentúa la sustantividad del bien jurídico *igualdad – transparencia* frente a la visión precedente que obligaba a explicar el sentido del delito desde el quebranto del estatuto funcional; MARTÍNEZ- BUJÁN PÉREZ, DP PE, 2004, 583-584; DPE, 2005, 294, entiende que el bien jurídico de la necesaria transparencia del mercado de valores “se configuraría como una mera abstracción conceptual que englobaría una colectividad difusa integrada por el conjunto de libertades de disposición y de

Así mismo, dentro de las funciones de la Bolsa, suele invocarse la *eficiencia* del mercado como elemento esencial con una incidencia sustancial en la igualdad de oportunidades informativas y, sobretodo, en la formación objetiva e imparcial de los precios. En este sentido, *SÁNCHEZ/TAPIA* entienden que la equidad informativa es fundamental para la correcta formación de los precios de los valores cotizados y que el abuso de información privilegiada perturba esta función, ya que altera la neutralidad o imparcialidad de la información accesible al inversor, perjudicando así, la eficiencia del mercado²⁷¹. Además –sostienen– la Bolsa desempeña una función arbitral en los precios del mercado, procurando que los inversores tengan una información completa y puedan asumir conscientemente el riesgo de su inversión. Para que un mercado pueda ser considerado eficiente, los precios de cada valor deben reflejar toda la información posible. Mientras que el *insider trading* añade un riesgo derivado de la información incompleta a la que se somete al público inversor y, además, resta eficiencia al mercado

patrimonios de los sujetos individuales participantes en el mercado de valores. Un bien jurídico que resultaría ciertamente lesionado en su abstracción, pero en tanto en cuanto se pongan en peligro los referidos bienes jurídicos “individualizables”, que son los que deben servir como criterio rector interpretativo del tipo”; MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, *Delitos socioeconómicos*, 1996, 210, sostienen que el correcto funcionamiento del mercado exige transparencia informativa y una cierta igualdad de oportunidades (y de riesgo) para los inversores. Tales presupuestos se ven lesionados, o puestos en peligro, por quienes aprovechan la ventaja que ofrece el ostentar información relevante; OLIVER ALFONSO, AF, 1990, 2174, afirma que la transparencia informativa implica que no debe haber información a la que el inversor no tenga acceso y que, al suponer un privilegio para quienes la utilizan, vulneran la igualdad de oportunidades que debe existir para todos los que concurren al mercado de valores; QUERALT JIMÉNEZ, DP PE, 1996, 473; DP PE, 2008, 581, pone el acento en la transparencia y la fiabilidad del mercado como auténtico bien jurídico protegido; QUINTANAR DÍEZ, CPC, 2006, 161, afirma que la confianza en la transparencia del mercado es indispensable para su mantenimiento y para el propio sistema económico; CORCOY BIDASOLO, *Derecho penal de la Empresa*, 2002, 206, identifica varios bienes jurídicos dignos de protección, así, pues, habla de la transparencia del mercado, la igualdad, el patrimonio de los inversores y la confianza en el buen funcionamiento del mercado; TERRADILLOS BASOCO, *Protección penal del mercado financiero*, 1998, 169, entiende que con la prohibición de las operaciones de iniciados se pretende reforzar la transparencia del mercado de valores como presupuesto para la tutela de los inversores, interesados en que la cotización de los valores no resulte ilícitamente alterada por infracción de los principios básicos en la materia: eficiencia, protección de los inversores, profesionalidad e igualdad; SÁNCHEZ GUILARTE/TAPIA HERMIDA, RDBB, 1987, 751, 762, afirman que el *insider trading* lesiona la transparencia, puesto que se utiliza de forma exclusiva una información que debía ser pública, de manera que se distorsiona la formación objetiva e independiente de los precios; VARELA VARAS, AMF, 1992, 1, alega que la transparencia informativa es un requisito básico de todo mercado, por lo que la ausencia de información, la información manipulada o desvirtuada no permiten que el mercado cumpla su función: La eficacia. En contra, SANGIOVANNI, ZStW, 2000, 159.

²⁷¹ En este sentido, IÑIGO CORROZA, *Uso de información privilegiada*, 2003, 297, señala que dentro del principio de eficiencia, cobra especial relevancia la “eficiencia informativa”, para lo cual se exige que se ponga a disposición del inversor toda la información completa. Siendo así, las operaciones con información privilegiada vulneran la mencionada eficiencia informativa del mercado; LÓPEZ LOZANO, *Información privilegiada en los mercados de valores*, 1997, 1364, entiende que el retraso en la publicación u ocultación de información viene en detrimento de la eficiencia del mercado.

en la medida en que las operaciones de iniciados no reflejan toda la información que el inversor requiere para decidir libremente sobre sus inversiones. De esta forma, se llega a la conclusión de que la prohibición de las operaciones con información privilegiada tiene como finalidad salvaguardar las funciones propias de la bolsa²⁷².

A similares conclusiones se llega si partimos del denominado “modelo del mercado eficiente”, concebido como un modelo de represión del *insider trading* cuya finalidad esencial es la protección de intereses públicos²⁷³. En virtud de esta construcción, se persigue preservar y facilitar las funciones conferidas a los mercados financieros, particularmente las Bolsas de valores. Entre dichas funciones destacan por su importancia, a saber: la función de puesta en contacto, por medio de la cual se reducen los costos de operaciones al hacer coincidir a compradores y vendedores; y la función de fijación del precio, ya que un operador aislado es incapaz de fijar por sí solo el precio de un activo. El cumplimiento de estas funciones impone que las Bolsas no puedan separarse del modelo de mercado perfecto y eficiente, basado en la transparencia²⁷⁴.

La eficiencia del mercado está condicionada por la máxima información de todo cuanto pueda influir en las cotizaciones. Esto se debe a que –como se ha dicho– la información es un elemento esencial e indispensable para la toma de decisiones de los inversores y la formación de los precios de los valores, de modo que las operaciones de iniciados dañan este “ideal de mercado eficiente”, tanto desde perspectivas económicas como jurídicas. Desde la vertiente económica, el efecto nocivo se materializa cuando los inversores tienen una información incompleta y en consecuencia no pueden valorar con objetividad el riesgo que asumen. La eficiencia económica se lesiona aún más cuando la existencia de iniciados produce una crisis de confianza en el mercado. En cuanto a la vertiente jurídica, se dice que las operaciones de iniciados separan al mercado de principios como la honestidad, la lealtad y la justicia que son determinantes para la adecuada asignación de los recursos²⁷⁵.

²⁷² Vid. amplia exposición, SÁNCHEZ GUILARTE/TAPIA HERMIDA, RDBB, 1987, 760 ss.

²⁷³ Vid. ampliamente sobre los modelos de represión de las operaciones de iniciados, VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, Noticias CEE (81), 1991, 14 ss; VARELA VARAS, AMF, 1992, 2 ss.

²⁷⁴ Así, VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, Noticias CEE (81), 1991, 18 ss.

²⁷⁵ VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, Noticias CEE (81), 1991, 19.

La diferencia de este modelo represivo respecto de aquéllos que tutelan intereses privados, radica en que en estos últimos la lesividad de la conducta se identifica con la idea de la “defraudación” y el “daño”, por lo que la principal forma de represión es la vía civil; en cambio, la defensa de la eficacia del mercado permite articular mecanismos de regulación penal y/o administrativos.

2.3.3) Valoración crítica

Se ha criticado –con razón– la excesiva imprecisión que supone la idea del correcto funcionamiento del mercado de valores como objeto de tutela en el *insider trading*. En realidad, este pretendido bien jurídico no está dotado de un contenido propio, sino que se define en función de otros con los que se vincula²⁷⁶. En tal sentido, *PRIETO del PINO* sostiene que cuando se intenta responder en qué consiste ese correcto funcionamiento del mercado de valores, los defensores de esta teoría recurren a elementos que carecen de la necesaria concreción (confianza de los inversores, libertad de participación, transparencia, etc). Así mismo, se critica el carácter referencial y la falta de especificidad de este criterio, lo que se traduce en la inexistencia de un contenido claro de lesividad, pues el correcto funcionamiento del mercado puede afectarse a través de conductas muy variadas. Así, por ejemplo, la manipulación de las cotizaciones también afecta negativamente la confianza de los inversores, su participación en el negocio y la liquidez del mercado²⁷⁷.

En parecidos términos, *ALTENHAIN* considera que el correcto funcionamiento del mercado de valores no es ningún bien jurídico determinado, es decir, dotado de concreción suficiente como para contribuir a la labor de interpretación del tipo, por lo que rechaza la posición de la opinión dominante. Los defensores de este objeto de protección –señala– no tienen en cuenta que el mercado de capitales está compuesto por los participantes en dicho mercado y sus decisiones de inversión. Así, el acento en la

²⁷⁶ Así, *ALTENHAIN*, *Kölner Kommentare zum Unternehmens*, 2007, 2453, considera que el bien jurídico universal referido al funcionamiento del mercado de valores siempre está detrás de las posiciones defensoras de la confianza y la igualdad en el acceso a la información; *GRUNEWALD*, *ZBB* (3), 1990, 130, hace depender el funcionamiento del mercado a la confianza que éste pueda generar en el inversor.

²⁷⁷ Cfr. *PRIETO DEL PINO*, *Uso de información privilegiada*, 2004, 198.

protección del mercado de valores pierde de vista que éste no debe funcionar para su propio bien, sino para proporcionar a las empresas el capital que necesitan para lograr sus objetivos. En conclusión, sugiere que el § 38 WpHG –en correspondencia con el § 14 del mismo texto– no sirve, por tanto, para la protección del bien jurídico intermedio universal “funcionamiento del mercado de valores”²⁷⁸.

A propósito de la falta de concreción de este criterio, ya se ha venido advirtiendo con gran acierto sobre el debilitamiento en las funciones de control de legitimidad y de interpretación de los tipos que el bien jurídico debe cumplir²⁷⁹. En este sentido, *PAREDES* expresa que aunque se admita que la forma que adopte una definición es siempre convencional, no es aceptable cualquier definición de los bienes jurídicos, dado que definiciones tales como, v. gr. “estabilidad del sistema crediticio”, “buen funcionamiento del mercado de valores”, carecen de la necesaria potencialidad crítica (porque siempre podrá hallarse alguna conexión entre una conducta irregular y la “estabilidad” o el “buen funcionamiento” de un sector de la actividad económica) e interpretativa (porque la referida conexión será tan laxa que no podrá establecerse el momento de la ofensividad ni, consiguientemente, el modo de restringir teleológicamente la esfera de aplicación del tipo)²⁸⁰.

Esta crítica es acogida por *MARTÍNEZ-BUJÁN*, quien comparte con *PAREDES* la propuesta de seguir definiciones estipulativas de bienes jurídicos que contengan elementos con una referencia empírica clara y, más específicamente, que describan concretas pautas de conducta con el fin de permitir una más fácil constatación empírica, y así, por ejemplo, considera preferible la pauta de conducta “dar información correcta a los clientes” antes que el genérico concepto de “comportamiento correcto de los consumidores”²⁸¹.

²⁷⁸ ALTENHAIN, Kölner Kommentare zum Unternehmens, 2007, 2453.

²⁷⁹ Cfr. PAREDES CASTAÑÓN, RDPCr, 2006, 471 n. 29.

²⁸⁰ Cfr. PAREDES CASTAÑÓN, RDPCr, 2003, 131 ss. En el mismo sentido, RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 326-327, indica que la función crítica del bien jurídico impide crear tipos penales que sean sólo funcionales al sistema y que, en cualquier caso, desligar la protección del mercado de valores de las necesidades de los individuos conduce a crear delitos artificiales, con objetivos vagos que, en el terreno de la economía, no son más que formas de articular la política económica a través del Derecho penal.

²⁸¹ Vid. más ampliamente, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE PG, 2007, 162.

2.3.4) Toma de posición

En efecto, la idea del correcto funcionamiento del mercado de valores como criterio delimitador e interpretativo del delito de iniciados, carece de la precisión y concreción deseables, ya que –como acertadamente se ha señalado– habrá muchas conductas que supongan afectaciones a ese correcto funcionamiento del mercado y que, no obstante, sean constitutivas de infracciones administrativas o civiles. Además, la amplitud de este concepto dificulta la labor de interpretación asignada a la categoría del bien jurídico, lo que trae como consecuencia la inseguridad jurídica del ciudadano.

El criterio del correcto funcionamiento del mercado de valores sólo será admisible siempre que se identifique como un bien jurídico mediato, esto es, como *ratio legis* o motivos que justifican la intervención del Derecho penal en el ámbito del mercado de valores, por lo que su función estará limitada a confirmar la lesividad abstracta de estas conductas o, dicho de otra forma, su función estará limitada a servir de límite y orientación del *ius puniendi* del Estado. Así mismo, tendrá una importante función sistemática en orden a consolidar lo que se ha venido denominando Derecho penal del mercado de valores. Por último, no debe olvidarse que si admitimos este criterio como bien jurídico mediato, puede cumplir una función en la determinación de la pena aplicable, en la medida en que la incidencia de las operaciones de iniciados sobre este interés jurídico adicional al directamente protegido pueda tomarse en consideración para la determinación de la gravedad del injusto.

Así, pues, el correcto funcionamiento del mercado de valores no puede erigirse como el bien jurídico inmediato o bien jurídico en sentido técnico por las razones apuntadas.

2.4) Otras posiciones en torno al daño irrogado al mercado de valores

El daño que las operaciones de iniciados ocasionan al mercado de valores suele analizarse desde distintos enfoques. De esta forma, se destacan los siguientes aspectos: a) el retraso en la divulgación de la información privilegiada, b) la difusión de noticias

falsas y la manipulación de las cotizaciones, c) la lesión de la confianza de los inversores y, d) la vulneración del correcto funcionamiento del mercado. Hemos analizado ya los dos últimos, por lo que en este acápite nos limitaremos a exponer las dos primeras consideraciones.

2.4.1) El retraso en la divulgación de la información privilegiada

Se argumenta que el retraso en la publicación de informaciones relevantes para las cotizaciones, conlleva a una afectación de la eficiencia del mercado de valores y del patrimonio de las sociedades emisoras de los valores a los que la información se refiere. Dicho retraso ha sido atribuido a las operaciones de iniciados, pues se entiende que la explotación de la información privilegiada sólo es posible cuando ésta no ha sido aún publicada. En virtud de esta premisa se infiere que quienes desean hacer uso de una información relevante intentarán prorrogar el período que precede a la publicación, privando –de esa forma– a los demás inversores del conocimiento de la misma²⁸².

Varias son las críticas que se han formulado a esta teoría. Así, en primer lugar, hay quienes a partir de estudios empíricos han pretendido demostrar que el uso de informaciones relevantes no produce un retraso en su divulgación²⁸³. Por otro lado, se ha admitido que si bien cabe la posibilidad de que las operaciones de iniciados produzcan demoras en la publicación de la información, esto no siempre es así, pues la demora aludida no es consustancial al *insider trading*. Se trata, pues, de dos conductas claramente autónomas. Además, se esgrime que quien ha participado en el proceso de formación de una noticia relevante, previsiblemente habrá planificado su uso en el menor plazo posible. Con relación a esto último, *PRIETO del PINO* es de la opinión de que sólo en las operaciones sucesivas el iniciado requerirá de un lapso de tiempo más prolongado; no obstante, cree que en estos supuestos el iniciado tendrá menos capacidad de retrasar la publicación de la información²⁸⁴.

²⁸² Cfr. *PRIETO DEL PINO*, *Uso de información privilegiada*, 2004, 190.

²⁸³ Así, *DOOLEY* (Citado por *PRIETO DEL PINO*, *Uso de información privilegiada*, 2004, 191 n. 194), aporta los resultados de un estudio basado en 37 sentencias sobre casos de *insider trading* ocurridos en Estados Unidos entre 1966 y 1980, llegando a la conclusión de que sólo en un caso se produjo la demora en la divulgación de la información reservada.

²⁸⁴ Cfr. *PRIETO DEL PINO*, *Uso de información privilegiada*, 2004, 191-192. En este sentido, también se ha dicho que existen numerosas situaciones en las que la divulgación de la información no depende del

Los defensores de las operaciones de iniciados consideran, por el contrario, que el uso de información privilegiada podría dar lugar incluso a una difusión más temprana de la noticia reservada. Esta postura se basa en que el iniciado sólo podrá obtener los beneficios esperados toda vez que la información se haya hecho pública, por lo que no le asisten razones para retrasar su proceso de difusión, sino que estará más ansioso por que la información sea conocida por los participantes en el mercado.

2.4.2) Críticas a esta postura

Hay que rechazar de plano que el retardo en la difusión de la información relevante para las cotizaciones sea consustancial a las operaciones de iniciados, si bien es una conducta que en cierta medida podría coadyuvar a la explotación de la información privilegiada. En este sentido, *PRIETO del PINO* alega que los argumentos expuestos relativos a la imposibilidad material de quien posee la información privilegiada para obstaculizar su divulgación, o que el *insider trading* induce a que la publicación de la información sea más expedita, reconducen la atención hacia conductas ajenas a las operaciones de compra-venta de valores sirviéndose de datos relevantes para las cotizaciones. Esta autora entiende que el retraso en la publicación de la información perjudica el funcionamiento del mercado de valores, ya que afecta la eficiencia informativa; en cambio –expresa– las operaciones de iniciados no provocan ese efecto, sino que simplemente aprovechan su existencia.

2.4.3) La difusión de noticias falsas y la manipulación de las cotizaciones

El *insider trading* suele asociarse a conductas como la difusión de noticias falsas y la manipulación de las cotizaciones, pues aunque ciertamente se trata de comportamientos distintos, tienen la entidad suficiente como para producir un daño en el mercado de valores.

iniciado, sino de otros factores objetivos o subjetivos, por lo que las posibilidades de retraso son cuantitativamente menores. Así, pues, por un lado, se alude a la existencia de un momento legalmente establecido para hacer públicas las informaciones y, por otro, que la obligación de divulgación no siempre recae directamente sobre el iniciado.

En efecto, se admite sin reparo que dichos comportamientos afectan al correcto funcionamiento del mercado de valores al tergiversar la realidad de los precios, pero se advierte que los mismos no deben ser identificados con las operaciones de iniciados, ni tampoco tienen por qué concurrir cuando se realiza una operación con información privilegiada²⁸⁵. La manipulación de las cotizaciones se caracteriza básicamente por la difusión de noticias falsas o exageradas, mientras que el *insider trading* juega con informaciones verdaderas que no han sido publicadas. Así mismo, se ha manifestado que en las operaciones con información relevante, el sujeto no necesita modificar el precio del valor sobre el que opera (lo que sí sucede con la manipulación), ya que la plusvalía obtenida por el *insider* es el resultado de la publicación de la información relevante. La manipulación, por su parte, consiste en la alteración provocada del precio, de forma que quien la lleva a cabo pretende beneficiarse haciendo que los demás inversores infieran datos erróneos o inciertos a partir del precio manipulado. Merece la pena destacar el dato de que quien manipula las cotizaciones obtiene su ventaja patrimonial haciendo creer a los inversores que es un iniciado²⁸⁶.

En definitiva, la manipulación de las cotizaciones es una conducta que si bien guarda relación con las operaciones de iniciados, en la medida en que ambas inciden en el funcionamiento del mercado, lo cierto es que el *insider trading* no está supeditado a la concurrencia de manipulación alguna.

2.4.4) El orden económico como posible bien jurídico protegido

No han faltado voces defensoras del orden económico como bien jurídico protegido, pues se argumenta que siendo el mercado de valores un instrumento esencial dentro de la economía de mercado y que, además, establece las pautas de la política económica del

²⁸⁵ En este sentido, LÓPEZ CABALLERO, ¿Qué es el insider trading?, 1991, 303, señala que el *insider trading* no es lo mismo que la “manipulación” aunque ambos vayan muy frecuentemente unidos. La manipulación –argumenta– se lleva a cabo por tres métodos: por monopolio, por fraude (noticias falsas, suplantación de personas, falsificación de documentos, ventas convenidas, tráfico de influencias, sobornos, etc), y por el método de “encajar” acciones al público incauto. En contra, SÁNCHEZ MELGAR, Comentarios, 2006, 1620, sostiene que el fundamento del *insider trading* lo constituye la manipulación del mercado.

²⁸⁶ *Vid.* más ampliamente, sobre la diferencia entre operaciones de iniciados y manipulación de precios, LÓPEZ CABALLERO, ¿Qué es el insider trading?, 1991, 303; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 194-195.

Estado, las operaciones de iniciados ponen en peligro el sistema económico en su conjunto. Sin embargo, quienes invocan este planteamiento coinciden en que el *insider trading* lesiona en primera línea otros aspectos de vital importancia para el funcionamiento del mercado, por lo que la visión del orden económico como objeto de tutela es, en realidad, la consideración de los efectos nocivos que el delito de iniciados provoca de forma mediata²⁸⁷.

Lo cierto es que, en España, la polémica sobre la posibilidad de considerar el <<orden económico>> como bien jurídico-penal surgió con la publicación del Proyecto de Ley Orgánica de Código penal de 1980, cuyo Título VIII del Libro II hacía alusión a los “Delitos contra el orden socioeconómico”. En ese momento, un sector de la doctrina no hizo esperar sus críticas hacia el referido título, por entender que se pretendía tutelar penalmente el orden socioeconómico, interpretación que probablemente se derivó de la lectura de la exposición de motivos que prescribía “se otorga carta de naturaleza, como objeto de protección penal al orden económico”. No obstante, se ha señalado que dicha expresión no prejuzgaba que el orden socioeconómico fuese el bien jurídico en sentido técnico, sino que más bien se utilizó como un criterio de agrupación sistemática de algunas figuras delictivas “en atención a lo que se viene entendiendo por orden económico como objeto de protección constitucional y jurídica”²⁸⁸.

²⁸⁷ En este sentido, MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, *Delitos socioeconómicos*, 1996, 210, sostienen que en el art. 285 CP se trata de proteger en general el orden económico constitucional, pero identifican este criterio más concretamente como *ratio legis* de la criminalización; ARROYO ZAPATERO, *El abuso de información privilegiada*, 1994, 70, expresa que al lesionarse la confianza e igualdad de los inversores, podría ocasionarse una retracción del mercado, en cuyo caso el perjuicio se proyectaría sobretodo al sistema económico; RODRÍGUEZ MOURULLO, PJ, 1988, 247, aunque defiende la igualdad de oportunidades como criterio decisivo para la determinación del bien jurídico protegido, entiende que el abuso de información privilegiada perturba, en última instancia, el orden económico. Para CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 230, la mención a los delitos contra el orden socioeconómico, ya usada desde el Proyecto de Código penal de 1980, refleja únicamente la alusión a delitos económicos de enorme amplitud, que necesitan ser concretados caso por caso; HORMAZÁBAL MALARÉE, *El uso de información privilegiada*, 2004, 493, considera que el “orden socioeconómico” no es un bien jurídico, sino un concepto complejo que cumple una función sistemática y que está integrado por numerosos factores; PAZ RUBIO, CuadDJ, 1993, 144, aunque pone el acento en la confianza del inversor, manifiesta que las operaciones de iniciados dañan no sólo el correcto juego de la bolsa, sino también el sistema económico en su conjunto; QUINTANAR DÍEZ, CPC, 2006, 161, si bien identifica el objeto de protección con la igualdad de riesgo y la confianza del inversor en el mercado, sugiere que el peligro de las operaciones con información privilegiada se proyecta sobre todo el sistema económico y financiero; en términos similares, VOLK, ZHR, 1978, 3; RUIZ RODRÍGUEZ, *Protección penal del mercado de valores*, 1997, 326; GONZÁLEZ RUS, *Compendio*, 2000, 516; PE, 2005, 602.

²⁸⁸ Así, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE PG, 2007, 170, siguiendo a BAJO/SUÁREZ, considera que cuando se habla de orden económico como objeto de tutela penal, su configuración debe de concebirse en sentido equivalente al “orden económico y social justo”, a que alude el preámbulo de la CE y que comporta una determinada dosis de participación estatal, imprescindible para la conformación del sistema

En cualquier caso, se ha sugerido que para determinar si el orden económico es un bien jurídico protegido se tiene que empezar por distinguir entre las dos categorías de delitos económicos. En este sentido, se ha dicho que en los delitos económicos en sentido amplio el orden económico jamás podrá constituir un bien jurídico en sentido técnico, aunque sí podrá concebirse como bien jurídico mediato, integrado por la *ratio legis* o motivos de la criminalización. En cambio, en el ámbito de los delitos económicos en sentido estricto la cuestión es un poco más compleja, pues aunque a primera vista podría pensarse que el orden económico se presenta como bien jurídico directamente tutelado, lo cierto es que –como alega MARTÍNEZ-BUJÁN– tal afirmación sólo puede ser aceptada si se acompaña de importantes matizaciones²⁸⁹.

Así, por ejemplo, quienes admiten que el orden económico puede ser concebido como bien jurídico en sentido técnico, advierten que tal planteamiento sólo es admisible en la medida en que se entienda que dicho orden económico, concebido como regulación jurídica, se concreta en un determinado interés jurídico del Estado que difiere según el delito de que se trate. En tal sentido, BAJO/SUÁREZ sostienen que sólo el orden económico *strictu sensu* puede aparecer como bien jurídico protegido de forma directa o en sentido técnico, si bien esta categoría se concreta en un determinado interés de la Administración que se plasma en cada figura delictiva en particular²⁹⁰. Por el contrario, aducen que el orden económico *lato sensu* nunca se presenta como bien jurídico protegido en sentido técnico²⁹¹.

de economía mixta. Cfr. BAJO FERNÁNDEZ/SUÁREZ GONZÁLEZ, Delitos patrimoniales y económicos, 1993, 566.

²⁸⁹ Vid. BAJO FERNÁNDEZ/SUÁREZ GONZÁLEZ, Delitos patrimoniales y económicos, 1993, 565; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE PG, 2007, 171.

²⁹⁰ En parecidos términos, NOVOA MONREAL, ADPCP, 1982, 65, entiende que el *orden público económico* constituirá el objeto de protección general de los tipos penales destinados a prevenir hechos que impliquen concretas formas concretas de lesión o de puesta en peligro de dicho bien; sin embargo, este autor restringe el ámbito de protección al afirmar que “todo delito económico tendrá como bien jurídico protegido propio *algún aspecto* del orden público económico concreto establecido en un país determinado” (sin cursiva en el texto original); LÓPEZ GARRIDO/GARCÍA ARÁN, La voluntad del legislador, 1996, 129, admite la “relativa autonomía” del bien jurídico “orden socio-económico”, vinculándolo a bienes jurídicos colectivos y a los principios económicos y sociales plasmados en la CE.

²⁹¹ BAJO FERNÁNDEZ/SUÁREZ GONZÁLEZ, Delitos patrimoniales y económicos, 1993, 565, advierten que ni siquiera en aquellos delitos en que existe una mayor identificación entre el concepto de orden económico como interés y su regulación jurídica (como es el caso de los delitos monetarios) puede afirmarse que se agota en dicha noción el proceso de depuración del bien jurídico; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE PG, 2007, 172, avala este planteamiento por entender que más allá de una regulación

Pese a este planteamiento, consideramos que el orden económico no puede constituirse como bien jurídico en sentido técnico, ni siquiera cuando se trate del orden económico en sentido estricto²⁹², sino sólo como un bien jurídico mediato. Esta afirmación sugiere que en el ámbito de los delitos económicos en sentido estricto se debe apreciar un bien jurídico mediato, caracterizado en todo caso por tratarse de un bien colectivo general *inmaterial* o *institucionalizado* (referido al orden económico general, independientemente de que éste pueda ser objeto de subdivisión según sus diversas funciones), y un bien jurídico inmediato que también tendrá naturaleza colectiva general y que será el interés directamente tutelado en sentido técnico²⁹³.

jurídica del intervencionismo estatal, en los delitos monetarios es posible hablar de un objeto jurídico de mayor concreción, referido al interés de la Administración pública en el control de los medios de pago internacionales. Del mismo modo –señala el autor– en otros delitos económicos en sentido estricto, como es el caso del delito de defraudación tributaria, se puede identificar un objeto jurídico que se concreta en el patrimonio del erario público. Por tu parte, CASTAÑÓN, RDPCr, 2003, 131 n. 102, al examinar el grado de concreción que debe tener una definición de bien jurídico, señala que una definición en términos tan genéricos como “orden económico” u otros conceptos similares resulta muy poco operativa tanto desde una perspectiva interpretativa como crítica. *Vid.* la exposición que sobre el tema realiza, BUSTOS RAMÍREZ, Los bienes jurídicos colectivos, 1987, 196; MATA Y MARTÍN, Bienes jurídicos intermedios, 1997, 79-80; OLAIZOLA NOGALES, El delito de cohecho, 1999, 58.

²⁹² En el mismo sentido, MATA Y MARTÍN, Bienes jurídicos intermedios, 1997, 64-65, entiende que el bien colectivo (orden económico) no puede estimarse nunca como bien jurídico inmediatamente tutelado; PEDRAZZI, *El bien jurídico en los delitos económicos*, 1985, 290, defiende la inidoneidad de la economía para constituir un bien jurídico específico; SCHÜNEMANN, CuadDJ, 1991, 37, sostiene que el orden económico es inadecuado por su abstracción para ser considerado como bien jurídico de referencia típica; GRACIA MARTÍN, RDPCr, 2004, alega que el concepto de orden económico no es adecuado para identificarlo con un bien jurídico capaz de proporcionar rendimientos político-criminales y dogmáticos; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 241, expresa que la condición de bien jurídico sólo puede atribuirse a objetos, estados o relaciones dotados de concreción, es decir, que puedan ser lesionables a través de conductas individuales, por lo que, entidades tan amplias y abstractas como el “orden económico”, “correcto funcionamiento de la Administración de Justicia” o el “correcto funcionamiento de la Administración Pública” no pueden ser consideradas como bienes jurídicos; MAYO CALDERÓN, La tutela de un bien jurídico colectivo, 2005, 37, niega el carácter de bien jurídico al orden económico.

²⁹³ Cfr. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE PG, 2007, 172. En contra, MAYO CALDERÓN, La tutela de un bien jurídico colectivo, 2005, 105 n. 422, sostiene que el orden económico no es ningún bien jurídico colectivo con entidad propia.

2.5) *Otras posiciones*

2.5.1) La participación de los inversores en el mercado de valores como objeto de tutela penal (*Ruiz Rodríguez*)

Este autor parte de la base de que la utilización abusiva de información privilegiada en Bolsa pertenece al ámbito de los llamados “delitos de infidelidad”. Pero, cuando invoca la infidelidad, con su específico deber de lealtad, no hace referencia a un planteamiento ético que conduciría a elevar a la categoría de delito comportamientos que en realidad no lesionan bienes jurídicos, sino que dicha lealtad es utilizada como criterio aglutinador o sistematizador de tipos penales en los que la violación de unos especiales deberes se convierte en un instrumento de comisión de delitos²⁹⁴, pudiendo –por tanto– describirse en cada tipo de infidelidad un bien jurídico con un fundamento material distinto. Para sustentar esta tesis propone el ejemplo de los delitos de administración fraudulenta de patrimonios individuales, en donde pese a considerarlo como delitos de infidelidad no identifica este criterio con bien jurídico alguno, sino que el patrimonio –afirma– sigue siendo el objeto jurídico protegido. El deber de lealtad es, pues, un criterio de referencia²⁹⁵.

Por esa razón –sugiere– bajo la denominación común de tipos de infidelidad en los delitos económicos, pueden encontrarse bienes jurídicos diversos “en los que la conducta del sujeto supone un abuso de la posición de privilegio que ostenta frente a quien deposita su confianza en él”²⁹⁶.

²⁹⁴ Este autor ha señalado, así mismo, que los deberes legales que incumple el sujeto activo en los delitos de infidelidad deberían marcar la separación entre la infracción administrativa y la penal; sin embargo, el legislador ha estimado más oportuno introducir un límite cuantitativo entre ambas, frontera que para unos es resultado del tipo y para otros una condición objetiva de punibilidad. Cfr. RUIZ RODRÍGUEZ, *Protección Penal*, 2002, 118, 131.

²⁹⁵ RUIZ RODRÍGUEZ, *Protección penal del mercado de valores*, 1997, 319 ss; *Protección penal*, 2002, 132 ss.

²⁹⁶ *Ibidem*. En contra de esta postura, QUINTANAR DÍEZ, *CPC*, 2006, 162, alega que el bien jurídico no puede identificarse con deber de lealtad alguno, ni fidelidad de ningún tipo; sin embargo, esta crítica carece de sentido en la medida en que –como se ha dicho– la categoría de “delitos de infidelidad” es utilizada por RUIZ RODRÍGUEZ como un criterio de referencia y aglutinador de tipos.

Con respecto al concreto bien jurídico protegido en el *insider trading* el autor se muestra partidario de apreciar diversos intereses en la configuración del ámbito de protección, aunque finalmente toma postura decisiva a favor de lo que denomina “participación del inversor en el mercado de capitales”²⁹⁷. En este sentido, considera que el mercado de valores tiene como objetivo primordial brindar a los ciudadanos la oportunidad de obtener riquezas. Evidentemente la participación de los inversores en el mercado supone una mayor liquidez para la financiación de los agentes económicos, de forma tal que la propiedad privada sustenta el funcionamiento del mercado de valores. Este primer planteamiento induce a que el autor identifique un primer contenido de los bienes jurídicos que subyacen tras la prohibición de las operaciones de iniciados. Así, pues, por una parte entraría en juego el patrimonio de los ciudadanos que concurren al mercado con el ánimo de obtener mayores riquezas y, por otra, “el funcionamiento eficiente del mercado de valores que permita conseguir esos fines de naturaleza individual”²⁹⁸.

Pues bien, pese a esta primera delimitación, el autor considera que el interés privado del inversor no es ilimitado, pues la misma normativa constitucional se encarga de poner coto a su desarrollo con el objetivo de priorizar otros aspectos de la economía que sustentan el funcionamiento del sistema. Dicho de otra forma, la función social asignada al derecho de propiedad privada y el ejercicio de la libertad de empresa están supeditadas a las exigencias de la economía nacional. Esto indica que el sistema articulado en la Constitución no está basado en la obtención infinita de la riqueza, sino que, sobre los intereses privados priman otras consideraciones. Y entre estas consideraciones –expresa– se encuentra la igualdad material entendida como la promoción –por parte de los poderes públicos– de las condiciones “para que la libertad e igualdad de los individuos sean reales y efectivas, remover los obstáculos que las impidan y facilitar la participación ciudadana en la vida económica”²⁹⁹.

No obstante el planteamiento anterior, considera que no es la igualdad de los inversores ni el mercado como entidad abstracta lo que se protege, si no más bien que es la propia

²⁹⁷ Cfr. RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 328 ss; Protección penal, 2002, 138 ss.

²⁹⁸ RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 330.

²⁹⁹ En parecidos términos se pronuncia PEDRAZZI, El bien jurídico en los delitos económicos, 1985, 287.

participación en el mercado donde debe ponerse el acento de la acción protectora. Este criterio recae fundamentalmente sobre la actividad inversora, sobre la “participación en el mercado de valores” y, dicha participación no es más que el mandato constitucional que obliga a los poderes públicos a que faciliten la participación ciudadana en la economía. Así las cosas, los intereses relativos a la igualdad de los inversores y la consecución de un mercado de valores transparente serán los presupuestos para que la actividad inversora logre los fines propuestos. Las operaciones con información privilegiada afectan la credibilidad del mercado, pero donde tienen una incidencia directa es sobre la “actividad bursátil del inversor”, que es la que realmente se dirige a satisfacer necesidades concretas. Advierte, sin embargo, que no se refiere a la actividad del inversor individualmente considerado, sino desde una concepción general, supraindividual, a la actuación en el mercado como forma de participación en los mecanismos de la distribución de la riqueza³⁰⁰.

2.5.2) El deber de lealtad hacia la contraparte de la transacción como bien jurídico protegido (*Jericó Ojer*)

Para esta autora, es posible que el legislador haya querido brindar protección penal al funcionamiento del mercado de valores frente a las operaciones con información privilegiada, ya que es innegable que dichas conductas perturban el normal desempeño de la función bursátil; no obstante, considera que en virtud de la naturaleza misma de esta conducta debe entenderse que el *insider trading* supone exclusivamente un atentado al principio de lealtad al que están constreñidos todos los intervinientes en el mercado. Más concretamente, considera que tanto la regulación administrativa como la penal intentan proteger la confianza mutua entre los inversores y el mantenimiento de una estructura honesta, transparente y sin fisuras que permita el acceso equitativo a las diferentes operaciones realizadas en el mercado de valores. De no ser así –argumenta– no se entendería cómo puede ser sancionada una operación con información privilegiada

³⁰⁰ RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 331; en parecidos términos, ROBLEDO VILLAR, Delitos contra el patrimonio, 1997, 398, invoca la *libertad de participación* en el mercado y la igualdad de oportunidades como elementos esenciales del sistema establecido para la correcta formación de precios y el buen funcionamiento del mercado.

cuando se determina que objetivamente ha beneficiado el funcionamiento del mercado al situar los precios a su nivel real³⁰¹.

En definitiva, desde esta perspectiva se defiende que el delito de iniciados protege el cumplimiento del deber de lealtad, honestidad y transparencia que debe regir las actuaciones de todos los operadores en el mercado de valores y que, en definitiva, contribuye a su buen funcionamiento³⁰².

2.5.3) La justicia informativa de las cotizaciones como bien jurídico en sentido técnico (*Prieto del Pino*)

En virtud de esta teoría, las operaciones con información privilegiada lesionan un presupuesto fundamental de la libre concurrencia de los inversores en el mercado de valores, esto es, la “justicia informativa de las cotizaciones”. La información es un elemento esencial para la formación de los precios de las cotizaciones, por lo que la libre concurrencia de los inversores sólo es posible en la medida en que éstos puedan disponer de la misma información. Es por esta razón –sostiene la autora– que la LMV obliga a que los emisores de valores pongan a disposición del público cuanta información sea necesaria. No obstante, advierte que no debe equipararse la “igualdad en la información recibida” con el “acceso de todos a la misma información”, ya que por definición el mercado de valores por muy transparente que sea, siempre dará lugar a cierta desigualdad en el acceso a la información, así, por ejemplo, los accionistas de la emisora o funcionarios de la CNMV tendrán una ventaja cognoscitiva frente a los demás participantes en el mercado.

Por esta razón, la autora sugiere que la “igualdad en el acceso a la información” sólo puede referirse a la “información públicamente difundida”. Así, pues, a este presupuesto informativo de la libre competencia de los inversores es a lo que *PRIETO del PINO*

³⁰¹ Cfr. JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 189. En sentido similar, LÓPEZ CABALLERO, ¿Qué es el insider trading?, 1991, 308, incluye la ruptura de la mutua confianza de los inversores, dentro de los argumentos esenciales que justifican la prohibición de las operaciones de iniciados.

³⁰² Bajo este planteamiento sí podría defenderse que el delito de uso de información privilegiada pertenece a los denominados “Delitos contra la confianza en el tráfico”, a los que alude NOVOA MONREAL, ADPCP, 1982, 68-69.

denomina “justicia informativa de las cotizaciones”. Señala, además, que “sólo son informativamente justas las cotizaciones formadas a partir de información que ha sido públicamente divulgada”³⁰³.

Desde esta perspectiva, las operaciones con información privilegiada conllevan a que el iniciado participe en el proceso de formación de precios de los valores con una ventaja cognoscitiva que vulnera la libre competencia de los inversores.

2.6) *Recapitulación y toma de postura*

Es evidente, pues, la dificultad que supone la determinación del bien jurídico protegido en las operaciones con información privilegiada, ya que la doctrina española y extranjera invocan toda una variedad de criterios (muchos de ellos conexos) orientados a concretar el contenido de lesividad del *insider trading*. Pese a esto, hay unanimidad en que el bien jurídico-penal tutelado gira en torno al “correcto funcionamiento del mercado de valores, asegurando la igualdad de oportunidades a los inversores y configurando, en definitiva, un espacio de mercado transparente y merecedor de la confianza de todos los operadores económicos”.

Cualquiera que sean las manifestaciones del bien jurídico adoptadas (transparencia, confianza, formación de precios, igualdad de oportunidades, seguridad de las transacciones, etc.) orientadas a proteger el funcionamiento del mercado, lo cierto es que estamos frente a un auténtico bien jurídico de naturaleza colectiva, no protegiéndose – por tanto– el patrimonio de los inversores, aunque sí es posible la existencia de perjuicios económicos mediante operaciones con información privilegiada. En consecuencia, no estamos frente a un delito pluriofensivo, sino ante un delito uniofensivo que protege el bien jurídico colectivo de la igualdad en el riesgo que suponen las operaciones bursátiles. El tipo del art. 285 CP no está configurado como un delito patrimonial, aunque el legislador haya supeditado la consumación a la obtención

³⁰³ Cfr. PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 200, 245, 308, 310; en parecidos términos, en la doctrina italiana, SANGIOVANNI, *Wistra* (5), 2000, 171, en alusión al Derecho de inicios italiano plantea que tanto en el ámbito administrativo como penal es posible concebir que se protege el “suministro o provisión” de información al público (*die Informationsversorgung des Publikums*).

de un beneficio superior a 600.000 euros o a la causación de un perjuicio de idéntica suma (cuantía que constituye un resultado típico).

En el plano general, si queremos dotar de entidad propia al bien jurídico colectivo no es necesario que éste tenga un referente individual, ni que siempre se utilice como instrumento para la protección de bienes jurídicos individuales, bajo el argumento de que éstos forman parte de la *ratio legis* de la protección del bien jurídico colectivo. Sin embargo, aunque algunos autores –como *SCHÜNEMANN*– entienden que no hay ninguna ganancia dogmática al recoger simultáneamente en un tipo bienes jurídicos colectivos e individuales, cuando el supuesto bien jurídico colectivo no es más que la suma de varios intereses individuales, pues en tales casos nos encontramos –a juicio del citado autor– frente a bienes jurídicos colectivos aparentes, sin entidad propia.

La mayoría de criterios formulados por la doctrina no son lo suficientemente concretos como para dotar de contenido al bien jurídico colectivo protegido en las operaciones de iniciados, por lo que –a nuestro juicio– el principio de igualdad de oportunidades coloca en la senda correcta la determinación del objeto de protección, pero no en su faceta de igualdad en el acceso a la información, sino en cuanto a la igualdad de los inversores en el **riesgo** que es consustancial a este tipo de mercados. El criterio del correcto funcionamiento del mercado de valores constituye el bien jurídico mediato o, si se prefiere, la *ratio legis* de la criminalización de las operaciones de iniciados; dicho de otro modo: la protección del mercado es tenida en cuenta –desde la perspectiva de la lesividad abstracta– en el discurso político-criminal para la intervención penal en el ámbito del mercado de valores.

CAPÍTULO III
ANÁLISIS DOGMÁTICO DEL DELITO DE USO DE INFORMACIÓN
PRIVILEGIADA EN EL MERCADO DE VALORES (ART. 285 CP)

Sección primera

Elementos del tipo objetivo

I. El tipo objetivo del art. 285.1 CP

1. Los destinatarios de la norma penal: el sujeto activo del delito

Como se ha visto, la génesis del *insider trading* como fenómeno bursátil está íntimamente vinculada al uso de informaciones relevantes para la cotización de valores, por parte de sujetos que se encuentran en una posición de privilegio respecto de los demás participantes en el mercado. De ahí que, el fundamento de la prohibición fuera en un primer momento la vulneración del deber de lealtad o fidelidad que el iniciado debía a la sociedad en la que presta sus servicios; no obstante, la evolución posterior de los mercados permitió identificar una variante en torno a los sujetos que sin pertenecer a la estructura orgánica ni funcional de sociedades, llegaron a utilizar información privilegiada en sus transacciones. A partir de esta realidad empírica, el modelo original de sujetos a quienes incumbía la prohibición fue sufriendo constantes modificaciones para cubrir las lagunas de punibilidad que se suscitaban bajo el modelo del deber fiduciario, de manera que se produjo una ampliación del círculo de sujetos activos del delito de iniciados¹.

En este apartado abordaremos las cuestiones relativas al sujeto activo del delito de uso de información privilegiada, esto es, los modelos diseñados para la represión del círculo de sujetos de la prohibición, la técnica adoptada en el CP español, la exposición de las distintas categorías de iniciados y su relación con el bien jurídico protegido. Los

¹ *Vid.* sobre la progresiva ampliación del círculo de sujetos activos en la jurisprudencia norteamericana, LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, ADPCP, 1993, 1038 ss; en: Bacigalupo (dir.), Curso, 2005, 341-342; MARTÍNEZ FLÓREZ, RDM, 1991, 809 ss; FERNÁNDEZ ATELA, RDBB, 1988, 571; SÁNCHEZ GUILARTE/TAPIA HERMIDA, RDBB (28), 1987, 770 ss; ESTEVAN DE QUESADA, RDM (615), 1995, 450 ss.

problemas de tipicidad que se derivan de la participación de *extranei* en el *insider trading* serán analizados en el acápite concerniente a la codelinuencia.

1.1) Delimitación del *insider trading* en el plano de los sujetos activos

Con carácter general, la prohibición del uso de información privilegiada puede delimitarse –como apuntan HOPT o SEMINARA– o bien en el plano de los sujetos activos, o bien en el de las informaciones no utilizables en bolsa². Con relación a los sujetos activos, se han propuesto básicamente tres modelos de penalización, a saber: el *insider trading* como delito común, como delito especial y, una tercera vía –ecléctica– que sintetiza los dos modelos anteriores. Así pues, a través del primero se penaliza a todos aquellos que, al margen de su cualificación y sin importar la forma en que hayan adquirido la información privilegiada, se aprovechan de ella en sus operaciones bursátiles. La adopción de este modelo supone elevar al máximo el deber de lealtad en las transacciones mobiliarias. El segundo modelo, en cambio, restringe más el ámbito de aplicación de la prohibición al exigir que los sujetos activos tengan una cualidad especial o que hayan accedido a la información por razones concretas, proscribiendo además el suministro de noticias a terceros que pueden obtener ventajas en sus operaciones en bolsa. Esta técnica supone una mayor exigencia para que los sujetos afectados –que gozan de una posición de privilegio– se abstengan de usar o suministrar informaciones reservadas. Por último, existe un tercer modelo de represión que prohíbe, tanto a los sujetos que gozan de posiciones de privilegio (por su oficio, funciones o profesión) como a quienes hayan obtenido información directa o indirectamente de éstos, la utilización o divulgación de noticias relevantes para las cotizaciones³.

² HOPT, BFuP (46), 1994, 90; SEMINARA, Zum Straftatbestand des Insider-Handels, 1994, 433 ss.

³ Cfr. HOPT, BFuP (46), 1994, 90; SEMINARA, Zum Straftatbestand des Insider-Handels, 1994, 433 ss. En parecidos términos, FOFFANI, Tutela penal del mercado, 1995, 505, identifica dos modelos de represión: uno dirigido a cualquier persona que se encuentre en posesión de informaciones reservadas y, otro modelo limitado a determinados círculos de sujetos, para quienes la utilización o transmisión de informaciones adopta un perfil de *abuso* (de posición, función, profesión o cargo); no obstante, el autor admite con posterioridad que el legislador italiano eligió una tercera vía mixta que, aunque *prima facie* pone el acento en el modelo restrictivo (dirigido a sujetos con especiales cualidades), termina por convertirse en un delito común al abarcar, además, a “todos aquellos que *directa o indirectamente hayan obtenido informaciones*”, con la única limitación de conocer el carácter reservado de la información y de su procedencia (mediata o inmediata) de un *insider* primario. Estas consideraciones versaban sobre la regulación italiana de las operaciones de iniciados en la Ley núm. 157/1991, que posteriormente fue modificada mediante el decreto legislativo de 24 febrero de 1998. Con esta nueva regulación se abandonó el modelo mixto de sujetos activos y se restringió únicamente a quienes están en posesión de informaciones privilegiadas “por razón de la participación en el capital de una sociedad, o del ejercicio de una función, inclusive pública, de una profesión o de un oficio”. *Vid.* al respecto, SEMINARA, El nuevo

La técnica mixta –y desde luego la que apuesta por el delito común– no escapa a las críticas de quienes la consideran “excesivamente adelantada” respecto del interés tutelado y carente de toda legitimidad desde el punto de vista no sólo ético sino también jurídico-penal. Desde esta perspectiva, se alega que al aplicarse el tipo a cualquier persona, se vacía la norma de todo fundamento vinculado a un abuso de oficio y la responsabilidad penal se asienta sobre la infracción de un “genérico deber de moralidad u honestidad” que, como es sabido, es incompatible con el merecimiento y necesidad de pena⁴. Frente a esto, se ha sugerido que el único correctivo a la excesiva amplitud del círculo de sujetos es la delimitación expresa y restrictiva de las informaciones no utilizables en bolsa, cuestión que será objeto de análisis en el apartado relativo al objeto material del delito de iniciados.

delito de *insider trading*, 1998, 143; FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 84, expone tres modelos de incriminación en atención al sujeto activo, a saber: a) un concepto estricto de sujetos activos que incluiría únicamente a los iniciados societarios, b) un concepto intermedio en el que se ubican tanto el *insider societario* como a todo aquel que tenga acceso reservado a la información debido a su actividad profesional o empresarial y, c) un concepto amplio en el que se incluiría a todo aquel que conoce informaciones privilegiadas con independencia de la vía de acceso utilizada; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, ADPCP, 1993, 1038, 1058; El abuso de información privilegiada, 1998, 341, 361; Curso, 2005, 341-342, al analizar los modelos de represión que toman como base al sujeto activo, expresa que si adopta la lesión del deber fiduciario, resulta polémica la sanción del *outsider*, por cuanto no puede afirmarse que infrinja ningún deber de fidelidad. Sin embargo, el autor sugiere que si el fundamento de la punición de la conducta fuese la infracción del principio de igualdad, entonces no habría problemas para admitir el castigo tanto del *outsider* como de aquel que adquiere al azar la información (*causal tipee*), puesto que en ambos casos se infringe el principio de igualdad. Para evitar la adopción de este modelo –expone– se ha sugerido que cuando los *tippees* adquieren la información privilegiada de un *insider* con conocimiento de que éste ha infringido el deber de fidelidad, entonces asumen un <<deber de fidelidad derivado>> que sería el que infringe el *outsider*. Por medio esta fórmula se fundamentaría la exclusión del castigo del receptor casual.

⁴ Vid. más detalladamente, las críticas formuladas al modelo italiano, SEMINARA, Zum Straftatbestand des Insider-Handels, 1994, 434-435; FOFFANI, Tutela penal del mercado, 1995, 505 ss; en parecidos términos, OTTO, Der Missbrauch von Insider-Informationen, 1994, 458-459, entiende que es inadmisibles fundamentar el castigo de los sujetos que participan en el mercado, sobre la base de un *genérico deber de veracidad* respecto de un eventual conocimiento especial del estado de cosas, pues de ser así, habría que considerar *insider* al socio que de la demora en el pago por parte de su empresa deduce que la misma atraviesa una crisis económica, ante lo cual decide vender sus acciones y evitar así una pérdida (sin cursiva en el original). De esta manera, afirma que la utilización de un conocimiento especial no siempre es lesivo o socialmente peligroso *per se*, por lo que un deber general de veracidad es inapropiado en el tráfico mercantil, ya que obligaría al interesado a soportar pérdidas previsibles y, por tanto, evitables.

1.2) El modelo asumido en el CP español

La legislación española adopta el modelo más restrictivo⁵. En efecto, la doctrina mayoritaria entiende con razón que el uso de información privilegiada es un delito especial propio, ya que además de exigir una especial condición en el sujeto activo (su acceso reservado a la información), no cuenta con una figura paralela de delito común⁶.

⁵ Es preciso mencionar que en el texto (art. 284) y el debate parlamentario para la aprobación del CP/1995, el tipo no hacía referencia a la posición profesional de quien utilizaba la información, por lo que el delito podía cometerlo cualquiera, siempre que la información fuese relevante. Se optaba, pues, por el establecimiento de un delito común. Por el contrario, en el PCP/1994 el delito de iniciados se configuró como un delito especial y así fue estructurado hasta su aprobación. Cfr. al respecto, LÓPEZ GARRIDO/GARCÍA ARÁN, *La voluntad del legislador*, 1996, 143; PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 297, n. 1.

⁶ Así, entre otros, BAUCCELLS LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), *Comentarios*, 2004, 1055; LUZÓN CANOVAS, *Abuso de información privilegiada*, 2005, 2; PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 297; VALLE MUÑIZ, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), *Comentarios*, 1999, 682; VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), *Comentarios*, 2004, 1418; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), *Comentarios*, 1999, 352; GONZÁLEZ CUSSAC, DP PE, 1996, 479; CPC, 1989, 144; JORNADA DE POZAS, *Código Penal*, 1997, 2991; JERICÓ OJER, *Utilización de información privilegiada*, 2002, 197; MARTÍNEZ- BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), *Comentarios*, 1996, 1385; DPE, 2002, 119, 125; DP PE, 2004, 584, 586; MESTRE DELGADO, DP PE, 2001, 360; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 247; SUÁREZ GONZÁLEZ, *Comentarios*, 1997, 825; *Compendio*, 1998, 554; CORCOY BIDASOLO, *Derecho Penal de la Empresa*, 2002, 207; HERNÁNDEZ SAINZ, APen, 1997, 198; GÓMEZ INIESTA, *La utilización abusiva de información privilegiada*, 1997, 421; TERRADILLOS BASOCO, *Empresa y Derecho Penal*, 2001, 232; *Protección penal del mercado financiero*, 1998, 171; MARTÍN PALLÍN, CuadDJ (14), 1997, 11; JAÉN VALLEJO, CPC (97), 2009, 126; en la jurisprudencia, la SAP de Madrid núm. 768/2009, de 17 de julio, señala que estamos frente a un delito especial propio. Sin embargo, otro sector doctrinal califica el uso de información privilegiada como delito un especial sin precisar si es propio o impropio. Así, por ejemplo, BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 530; BAJO FERNÁNDEZ, *Uso de información privilegiada*, 1999, 647; FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 56, 89, 117; SERRANO GÓMEZ, DP PE II, 1996, 526; DP PE, 2003, 503; CALDERÓN CEREZO, DP PE, 1999, 875; JIMÉNEZ VILLAREJO, *Delitos societarios*, 1996, 30; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 137; MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, *Delitos socioeconómicos*, 1996, 210; QUERALT JIMÉNEZ, DPE PE, 1996, 473; HORMAZÁBAL MALARÉE, *El uso de información privilegiada*, 2004, 502; IÑIGO CORROZA, *Uso de información privilegiada*, 2003, 299; aunque admite a su vez que el tipo está configurado como *delito de infracción de un deber*, ya que el deber especial que se protege es el de secreto, el deber de lealtad frente al mercado. Así, pues, lo relevante para la autoría sería la infracción de ese deber de lealtad; GONZÁLEZ RUS, en: Cobo del Rosal (dir.), *Curso*, 1996, 819; *Compendio*, 2000, 517, expresa que el delito es sólo especial en cuanto a la relación profesional, ya que la condición requerida en el tipo debe ser anterior a la realización de la conducta; no tiene porqué serlo –necesariamente– en cuanto a la relación empresarial. En contra, LANDECHO VELASCO/MOLINA BLAZQUEZ, PE, 1996, 260, para quienes el *insider trading* es un delito común que puede ser cometido por cualquier persona; así tb., MIR PUIG, *Los delitos contra la Administración pública*, 2000, 373; EIRANOVA ENCINAS, *Abuso de mercado*, 2005, 618, señala que difícilmente puede hablarse de delitos especiales cuando el tipo penal no enuncia al sujeto de forma especial, lo que ocurre con el art. 285 CP, que elude expresiones del Derecho mercantil, tales como, la figura del “administrador”; MUÑOZ CONDE, DP PE, 2004, 520, inicialmente afirma que el art. 285 CP no exige ninguna cualidad especial en el sujeto activo, y que, por tanto, el tipo puede ser cometido por cualquiera; no obstante, a renglón seguido admite que se produce una restricción del círculo de posibles actores a quienes hayan tenido acceso a la información reservada “con ocasión de del ejercicio de su actividad profesional o empresarial”, con lo que de hecho se convierte en un delito especial en sentido estricto; en parecidos términos, LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, en: Bacigalupo (dir.), *Curso*, 2005, 363; ARROYO ZAPATERO, *El abuso de información privilegiada*, 1995, 58; *El abuso de información privilegiada*, 1994, 71, manifiesta que en el art. 305 del

De esta manera, se restringe el círculo de posibles autores del delito sólo a quienes de forma directa o por persona interpuesta usen o suministren información relevante para la cotización “a la que hayan tenido acceso reservado *con ocasión de su actividad profesional o empresarial*”. En realidad, la condición de delito especial no está determinada por una cualificación específica del sujeto (funcionario, comerciante, etc), sino por la exigencia de una especial modalidad de acceso al conocimiento expresada con la locución “con ocasión”, lo que sugiere un nexo funcional entre la actividad ejecutada y la adquisición de la información, excluyendo por tanto los supuestos de acceso fortuito y aquellos casos en los que quien utiliza la información tiene algún vínculo (matrimonial, sentimental, amistoso) con el iniciado⁷.

La formulación admitida por el legislador español ha sido objeto de críticas por la vaguedad que supone el término “con ocasión de”. En este sentido, *FERRADIS/MARTÍNEZ* sostienen que esta expresión parece desafortunada por la variedad de supuestos que en principio pueden englobarse en la misma, v.gr., el mensajero que, mientras entrega el paquete, escucha la conversación entre directivos o el encargado de la limpieza que en el transcurso de su trabajo encuentra en una cesta documentos que contienen información privilegiada. En estos casos –alegan– no puede negarse que los sujetos acceden a la información *con ocasión de* sus respectivas profesiones; no obstante, admiten que no parece que la intención del legislador fuese incluir este grupo de casos en la esfera del tipo, pues de ser así, serían punibles los supuestos de acceso casual a la información privilegiada siempre que el sujeto lo hiciera mientras desempeña su trabajo⁸.

PCP/1992 el *insider trading* no se concebía como un delito especial, por lo que el círculo de posibles autores era muy amplio; LÓPEZ PEREGRÍN, APen, 1993, 436. En la doctrina alemana, hoy en día se sostiene –a la luz de la actual regulación del *insider trading* en el § 38 ap. 1 núm.1 WpHG en relación con el § 14 ap.1 núm.1- que el delito de iniciados puede, en principio, ser cometido por cualquiera, es decir, que se trata de un delito común; sin embargo, la regulación contenida en el § 38 ap.2 a), b), c), d) sí se dirige a un círculo limitado de personas. Cfr. al respecto, BERGMANN/DREES, StraFo (9), 2005, 367; ALTENHAIN, Kölner Kommentare zum Unternehmens, 2007, 2471 ss.

⁷ En este sentido, MARCHENA GÓMEZ, De los delitos relativos al mercado, 2002, 1898; SEMINARA, El nuevo delito de *insider trading*, 1998, 143, en alusión a la regulación italiana.

⁸ Cfr. FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 138; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 353-354 n. 50; FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 83. En el mismo sentido, LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, en: Bacigalupo (dir.), Curso, 2005, 364, advierte que debido a la imprecisión en la redacción del tipo, podría interpretarse que también un psiquiatra o un taxista (*outsiders*), pueden tener acceso a la información con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial y con ello admitirse la autoría del *outsiders*; no obstante, admite que ésta no es la

A juicio de estos autores, el correctivo a la defectuosa redacción está determinado por la interpretación de la expresión “acceso reservado”, que denota un acceso “que se reserva a” un determinado grupo de personas. Así, pues, sugieren que dichas personas acceden a la información por el hecho de pertenecer a un colectivo al que está destinada la misma, y el criterio de pertenencia a ese colectivo se basa en el ejercicio de una específica actividad profesional o empresarial. En definitiva, proponen una interpretación que no requiera el acceso a la información “con ocasión de”, sino “debido a” la profesión o actividad empresarial, ya que así la aplicación del tipo queda limitada a aquellos casos en los que la fuente de la información reservada es la profesión del sujeto iniciado y no de cualquier receptor casual⁹.

En parecidos términos se expresa, en la doctrina alemana, *WEBER* quien al comentar la regulación del *insider trading* en la WpHG, afirma que no están sujetos a la prohibición el taxista o el chófer que escuchan atentamente las informaciones relevantes exteriorizadas por sus clientes en el transcurso de una conversación. Eso es así –alega– con independencia de que adquieran dicha información en virtud de su profesión¹⁰.

1.2.1) *El círculo de sujetos activos: los iniciados primarios*

La adopción del modelo de represión antes referido supone, en materia de autoría, que la prohibición recae sobre los denominados *insiders* primarios (directos o de derecho), dejando fuera del ámbito de aplicación del tipo las conductas ejecutadas por los iniciados secundarios (también llamados *outsiders*, iniciados indirectos o iniciados de hecho), que son aquellos que adquieren la información, sabiéndolo, directa o indirectamente de alguno de los iniciados primarios¹¹. En consecuencia, de los *outsiders*

interpretación correcta, pues lo que el tipo exige es que la fuente de información de la que proviene la noticia sea de la actividad profesional o empresarial del sujeto activo.

⁹ Cfr. FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 139.

¹⁰ Cfr. WEBER, BB (4), 1995, 161; así tb., ALTENHAIN, Kölner Kommentare zum Unternehmens, 2007, 2486.

¹¹ Así, PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 297, sostiene que el CP español no extiende la prohibición a los iniciados secundarios (*tippees*), que hagan uso de la información o la transmitan a otros; VALLE MUÑIZ, Comentarios, 1996, 682; VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), Comentarios, 2004, 1422, valoran positivamente la exclusión de los iniciados secundarios y los receptores casuales del círculo de sujetos pasivos, argumentando, en primer lugar, que desde una perspectiva político-criminal la forma de delimitación más efectiva de los tipos descansa en la restricción del círculo de posibles autores y; en segundo lugar, porque

no puede decirse que han tenido acceso reservado con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial, aunque –como afirma OTTO– esto no es óbice para admitir el castigo, como partícipe *strictu sensu*, de los iniciados secundarios que colaboran con los primarios en la ejecución de operaciones con información privilegiada¹².

Para VALLE/MORALES la delimitación del círculo de sujetos activos a los iniciados primarios es correcta, ya que con ello se castiga penalmente la infracción de unos especiales e intensos deberes de confidencialidad y sigilo que vienen impuestos a

desde una perspectiva material, sólo el uso desleal de la información reservada por el iniciado primario presenta una capacidad lesiva intolerable para el bien jurídico protegido; SUÁREZ GONZÁLEZ, Comentarios, 1997, 823, considera que deben excluirse del círculo de sujetos activos tanto a quienes la información no se les transmite con ocasión de su actividad profesional o empresarial (v. gr. secretarías y auxiliares) como a quien accede casualmente a dicha información; MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 212, defienden la impunidad de los simples empleados subalternos, poniendo como ejemplo, el del auxiliar administrativo que mecanografía los documentos en los que se plasma la fusión de dos empresas; así mismo consideran impune al receptor casual de datos o informaciones; ROBLEDO VILLAR, Delitos contra el patrimonio, 1997, 399, excluye a otros trabajadores cuya actividad no depende de una relación profesional o empresarial (personal laboral, administrativo o subalterno); GONZÁLEZ RUS, Compendio, 2000, 517; PE, 2005, 603, entiende que no cometen el delito ni el no profesional ni la persona ajena a la actividad empresarial a las que se le suministra la información y se sirve de ella (*tippees, insiders* secundarios), porque son ajenos al círculo de autores a quienes va dirigida la prohibición; MARTÍNEZ- BUJÁN PÉREZ, DPE, 2002, 119, sostiene que el tipo del art. 285 CP no solo excluye al receptor casual (*causal tip*), sino también al denominado receptor “secundario” o iniciado secundario (por ejemplo, la esposa o hermano del iniciado primario); DP PE, 2004, 585; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 138-139, excluyen del tipo a los iniciados secundarios (el psiquiatra al que el *insider* confía sus fuentes de estrés, entre ellas la próxima fusión de sociedades) y al receptor casual (taxista, camarero, etc), aunque advierten que éstos pueden ser sujetos de sanciones administrativas de conformidad con la LMV; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 530, 533, excluyen de esta categoría a los funcionarios de la Comisión o de las propias Bolsas de valores, por entender que para éstos es de aplicación el art. 442 CP, del mismo modo excluyen a los empleados de nivel inferior (auxiliares, secretarías) y al receptor casual de la información relevante; TERRADILLOS BASOCO, Protección penal del mercado financiero, 1998, 171; excluye del tipo a los iniciados externos (*tippees* o *outsiders*); GONZÁLEZ CUSSAC, CPC (37), 1989, 144; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 194-195; CALDERÓN CERESO, DP PE, 1999, 875; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 352; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 198; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, en: Bacigalupo (dir.), Curso, 2005, 364.

¹² Así, OTTO, Der Missbrauch von Insider-Informationen, 1994, 459; TERRADILLOS BASOCO, Protección penal del mercado financiero, 1998, 172, n. 39; MUÑOZ CONDE, DP PE, 2002, 501; MONTES ÁLVARO, El delito de información privilegiada, 2004, 1237; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, en: Bacigalupo (dir.), Curso, 2005, 363; BAJO FERNÁNDEZ, Uso de información privilegiada, 1999, 649; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 530, n. 266, 533, manifiestan que los en algunos casos los *outsiders* pueden ser castigados como partícipes, pero no como autores; GONZÁLEZ RUS, Compendio, 2000, 517; PE, 2005, 603, admite para el *extraneus* la aplicación de las reglas generales de la participación; VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), Comentarios, 2004, 1450; BAUCCELLS LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), Comentarios, 2004, 1055-1056, propone el ejemplo del sujeto que, conociendo el carácter privilegiado de la información, actúa como *persona interpuesta* para la realización de transacciones bursátiles. En tal supuesto –sostiene– no habría problemas para castigar al *outsider* como cómplice o cooperador necesario.

quienes, por razón de su actividad, función o cargo, gozan de una posición privilegiada en el acceso a la información¹³. Por esta razón –sostienen– la incriminación se asienta “sobre la base de un abuso de posición, función, profesión u oficio”¹⁴. Sin embargo, la restricción del círculo de sujetos a los iniciados primarios no es tan simple como podría parecer, ya que la cláusula utilizada por el legislador español es tan imprecisa que deja en manos del intérprete la concreción de los sujetos a los que se dirige la prohibición. En efecto, a diferencia de otras regulaciones europeas¹⁵, el art. 285 CP renuncia a la enumeración de categorías concretas de sujetos activos, limitándose únicamente a la exigencia de que el autor tenga acceso reservado con ocasión de su actividad profesional o empresarial. Además, la ley española –al igual que la alemana– no contiene una distinción entre iniciados primarios y secundarios¹⁶.

La doctrina suele incluir dentro de los sujetos que actúan por su **relación profesional** a quienes se dedican exclusivamente a la actividad bursátil (agentes de cambio y bolsa, operadores financieros, etc) y a aquellos en los que la relación con la información se produce en el ejercicio de su profesión (abogados, economistas, asesores fiscales, contables, etc)¹⁷. Y, en lo que hace a la **relación empresarial**, se incluyen a las personas

¹³ En el mismo sentido, BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 354; RODRÍGUEZ MONTAÑÉS, Información privilegiada, en: El País, de 18 de noviembre de 1996, sugiere restringir el círculo de destinatarios de la prohibición, de forma tal que sólo se incluya a los iniciados primarios, esto es, a quienes afecta un deber de confidencialidad y lealtad por razón de su profesión.

¹⁴ Cfr. VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), Comentarios, 2004, 1450. En parecidos términos, HORMAZÁBAL MALARÉE, El uso de información privilegiada, 2004, 503, entiende que el perfil del tipo está determinado por el contenido de *abuso* que hay en la utilización y suministro de información privilegiada (sin cursiva en el original); IÑIGO CORROZA, Uso de información privilegiada, 2003, sugiere la existencia de un deber de lealtad por parte del iniciado para con el mercado, cuya infracción supone una deslealtad que se traduce en un abuso; SEMINARA, Zum Straftatbestand des Insider-Handels, 1994, 434-435; GONZÁLEZ RUS, PE, 2005, 603.

¹⁵ Así, PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 297, cita las legislaciones británica, irlandesa, suiza y francesa.

¹⁶ Así, respecto de la legislación alemana, WEBER, BB (4), 1995, 158.

¹⁷ En este sentido, QUERALT JIMÉNEZ, DPE PE, 1996, 474, sostiene que el tipo constituye un delito especial de amplio espectro, por lo que no limita el círculo de potenciales autores a aquellos que actúan profesionalmente en el mercado de valores, sino que también abarca a quienes por su actividad profesional o empresarial obtienen el conocimiento privilegiado, v. gr. “determinados funcionarios de instituciones públicas de control, autonómicas o insertas en las diversas administraciones públicas, integrantes no funcionarios de las mismas o análogas comisiones y terceros ajenos a dichas instituciones, como son, p.ej. economistas, abogados, auditores, contables, notarios, corredores de comercio y los administradores o empleados de cualesquiera clases o nivel de la entidad pública o privada que emite o negocia con los valores objeto de protección del tipo”; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 139, incluyen a todos aquellos con dedicación profesional al mercado de valores, como agentes de cambio y bolsa, operadores financieros, etc; así como a las personas que acceden a la información reservada en el

que habitual u ocasionalmente, desde luego en el seno de una determinada empresa, tienen acceso a información relevante (administradores y directivos de la sociedad emisora, miembros del consejo de administración de la empresas, cargos directivos, intermediarios, determinados accionistas, etc)¹⁸.

A juicio de *BAJO/BACIGALUPO* la determinación del sujeto activo está íntimamente ligada a un criterio interpretativo que depende del bien jurídico. En tal sentido, entienden que las conductas que no afecten de forma concreta al mercado –en su triple vertiente de transparencia, formación de precios e igualdad de los inversores– no encuentran acomodo en el art. 285 CP, aunque sí admiten la posibilidad de aplicarles las sanciones administrativas establecidas en la LMV. Así, pues, reservan la aplicación tipo a quienes tienen dedicación profesional a la negociación en el mercado de valores como agentes de cambio y bolsa, corredores, operadores financieros (relación profesional); y a los responsables de las entidades emisoras tales como socios, consejeros, directivos

ejercicio de su profesión: asesores financieros, abogados, economistas, auditores, etc; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 353, matiza la posición de QUERALT, pues considera que, siempre que se entienda la existencia de un concurso ideal de delitos, no habrá problemas para incluir dentro del círculo de sujetos activos a las autoridades y funcionarios públicos (miembros de la CNMV y otros funcionarios que con ocasión de su función tengan acceso a las informaciones reservadas).

¹⁸ OTTO, Der Missbrauch von Insider-Informationen, 1994, 459; GONZÁLEZ RUS, Compendio, 2000, 516; PE, 2005, 603; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 353; BAJO FERNÁNDEZ, Uso de información privilegiada, 1999, 648; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 531, sostienen que para determinar el círculo de sujetos activos es fundamental un criterio interpretativo que depende del bien jurídico, así, pues, si admitimos que el art. 285 CP protege la transparencia, formación de precios e igualdad de los inversores y no el deber de lealtad del *insider*, entonces tendremos que limitar al Derecho administrativo sancionador determinadas condiciones de sujeto activo; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 198, para quien la sanción penal se debe restringir a los iniciados primarios, distinguiendo entre iniciados primarios internos (administradores, accionistas, trabajadores) e iniciados primarios externos, al margen de la estructura bursátil pero en contacto con la información (abogados, periodistas, empleados de las agencias de inversión); MARTÍNEZ- BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1385; DPE, 2002, 119; DP PE, 2004, 584- 585, considera que en el art. 285 CP está incluida la figura del *insider* societario (administradores, directivos y demás personas protagonistas de la sociedad emisora); pero además, sugiere que deben incluirse en esta categoría a todas las personas que, debido a su actividad profesional o empresarial, han tenido acceso a informaciones reservadas, lo cual implica acoger una noción intermedia de *insider*; TERRADILLOS BASOCO, Protección penal del mercado financiero, 1998, 171, incluye en el tipo, además del iniciado societario, a los profesionales que hayan tenido acceso reservado a la información, aunque no tengan responsabilidades en las sociedades emisoras, por lo que admite la existencia de una noción intermedia de *insider*, que abarca a los iniciados internos (*tippeer*); FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 139, n.76, con relación a la actividad empresarial, entienden que el tipo abarca en primera línea a los *insiders* societarios (presidentes y miembros del consejo de administración de las empresas, altos directivos, consejeros delegados, etc); GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 180 ss, realiza un amplio estudio sobre la distinción entre iniciados primarios internos y externos para determinar con mayor precisión el círculo de posibles autores del delito; FOFFANI, Tutela penal del mercado, 1995, 505; HURTADO POZO, Der Mißbrauch von Insider-Informationen, 1994, 414 ss, respecto del art. 161 CP suizo, distingue entre iniciados en sentido estricto e iniciados *lato sensu*.

(relación empresarial); en ambos casos, es preciso que su actividad profesional les guíe al conocimiento de la información privilegiada¹⁹.

a) La remisión a la LMV y a las Directivas comunitarias como criterios de delimitación

Del mismo modo que se ha sugerido la determinación del bien jurídico protegido, tomando en consideración la regulación administrativa del mercado de valores y las Directivas comunitarias que regulan la materia, hay autores que proponen realizar la delimitación de los sujetos activos en relación con las infracciones administrativas previstas en la LMV y las prohibiciones a que se refiere la más reciente Directiva sobre abuso de mercado²⁰, no sin antes advertir que en estos instrumentos el círculo de sujetos es considerablemente más amplio que el abarcado por el art. 285 CP²¹.

En este sentido, pues, la LMV delimita el círculo de obligados por la prohibición de abuso de mercado a las empresas de servicios de inversión, las entidades de crédito, las instituciones de inversión colectiva, los emisores, los analistas y, en general, cuantas personas o entidades realicen, de forma directa o indirecta, actividades relacionadas con los mercados de valores (art. 80).

Por su parte, el art. 2.1º de la Directiva 2003/6/CE prohíbe la utilización o suministro de información privilegiada a toda persona que tenga acceso a ésta: 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 delictivas. Además, el art. 2.2º establece que cuando las personas a antes referidas sean personas jurídicas, la prohibición expresada en dicho apartado se aplicará también a las

¹⁹ Cfr. BAJO FERNÁNDEZ, *Uso de información privilegiada*, 1999, 648; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, *DPE*, 2001, 531; TERRADILLOS BASOCO, *Protección penal del mercado financiero*, 1998, 171.

²⁰ DOCE L 96/16 “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)”.

²¹ Así, MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, *Delitos socioeconómicos*, 1996, 211; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: *Cobo del Rosal (dir.), Comentarios*, 1999, 352; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, *DPE*, 2001, 530, n. 265.

personas físicas que hubieren participado en la decisión de proceder a la operación por cuenta de la persona jurídica en cuestión.

Es evidente, pues, que la norma penal es más restrictiva en cuanto al círculo de sujetos de la prohibición, por lo que habría que determinar la razón de dicha restricción. ¿Acaso no lesiona el funcionamiento del mercado, la conducta del inversor o del sujeto que utiliza una información privilegiada que no ha obtenido por razón de ninguna actividad profesional o empresarial? A nuestro juicio, la lesión al bien jurídico colectivo de la igualdad en el riesgo se presenta **siempre** que un sujeto, iniciado o no, utiliza una información relevante para las cotizaciones de la que no disponen el resto de inversores que participan en el mercado. Pero entonces, ¿por qué limitar el castigo a un círculo de sujetos?. Para explicar esta previsión legislativa consideramos necesario determinar cuál es el **fundamento material** de la restricción del círculo de autores. Así, el criterio esencial al que ha recurrido el legislador es el de la **posición estructural** privilegiada del iniciado respecto del resto de inversores. La consecuencia que se deriva de este criterio es la imposición de especiales deberes de abstención y sigilo al que están sometidos los iniciados que tienen acceso reservado a la información, deberes estos al que no está constreñido, por ejemplo, el inversor no iniciado que accede al conocimiento reservado de forma casual.

La anterior interpretación sugiere que los iniciados están sometidos a especiales e intensos deberes para la protección del mercado de valores, por lo que el uso o suministro de información privilegiada realizado por un iniciado contiene un mayor desvalor del hecho en comparación con el tráfico de información privilegiada realizado por sujetos no iniciados. En definitiva, pues, pese a que cualquiera que utilice información relevante para las cotizaciones podría alterar el funcionamiento del mercado de valores, sólo los iniciados pueden –desde una perspectiva formal y material– incurrir en el delito del art. 285 CP; los no iniciados, por su parte, sólo podrían responder por las sanciones administrativas establecidas en la LMV, lo cual avala nuestra tesis relativa a que las conductas de estos sujetos también pueden alterar las reglas que rigen la contratación bursátil.

2. *El insider trading ¿delito de infracción de deber?*

La restricción del círculo de sujetos activos del art. 285 CP a los iniciados primarios, a quienes se les atribuye un *deber de lealtad* sea frente a la empresa, frente los inversores o frente al propio mercado, además de un concreto *deber de abstención* de realizar operaciones con información privilegiada, ha incidido en la idea –planteada aisladamente por algún autor– de que el *insider trading* está configurado como *delito de infracción de deber* (*Pflichtdelikt*)²².

Esto es así porque –a juicio de ÍÑIGO– en los tipos que adoptan dicha configuración, el sujeto que ostenta un rol especial tiene un deber específico que cumplir y, en el ámbito que nos ocupa, el deber que se protege es el de secreto, el deber de lealtad frente al mercado como ente abstracto que reúne a una colectividad de inversores, por lo que el tráfico de información privilegiada vulnera –a juicio de esta autora– dicho deber de lealtad extrapenal y, en consecuencia, supone una conducta abusiva. En este sentido, pues, señala que es lógico que el tipo se haya configurado como un delito especial, ya que sólo algunos sujetos cualificados están vinculados por este deber institucional de lealtad frente al mercado²³.

En contra de esta postura, *MARTÍNEZ-BUJÁN* ha sostenido que pese a su configuración como un delito especial propio, el art. 285 CP no contiene, desde una perspectiva material, un puro delito de infracción de deber, sino un *delito de dominio*, basado en la no evitación de ciertos riesgos no permitidos que provienen de la esfera de organización del sujeto activo, es decir, se trata de un deber genérico de evitar que el iniciado abuse de las facultades de organización que tiene sobre la información relevante y que, en virtud de ello, ocasione un riesgo no permitido. Además –señala este autor– el art. 285 CP no adopta el criterio formal en virtud del cual las personas que aparecen descritas como sujetos activos estén obligadas, con anterioridad a la configuración de la norma penal, a velar por el secreto de la información privilegiada, sino que el tipo limita la

²² En este sentido, ÍÑIGO CORROZA, *Uso de información privilegiada*, 2003, 298; así tb., más recientemente, JAÉN VALLEJO, CPC (97), 2009, 126, defiende la calificación del *insider trading* como delito de infracción de deber, pues –a su juicio– el autor incumple obligaciones que la LMV impone a a quien dispone de información privilegiada y, en ese sentido, se especialmente obligado a abstenerse de realizar determinadas acciones respecto de la misma.

²³ Cfr. ÍÑIGO CORROZA, *Uso de información privilegiada*, 2003, 299.

prohibición a ciertos sujetos que ejercen funciones de dominio dentro del ámbito de protección de la norma. En definitiva, el autor sugiere –siguiendo en este punto el planteamiento *jakobsiano* sobre los delitos de infracción de deber– que no es el estatus, sino el dominio lo que fundamenta la limitación de la norma a un determinado círculo de sujetos²⁴.

Ahora bien, sin perjuicio de la posición que defendemos al final de este acápite, interesa destacar aquí las consecuencias que se derivan de la admisibilidad del *insider trading* como delito de infracción de deber, para así dotar de contenido la tenue discusión generada en torno al *criterio de delimitación* de la autoría en esta figura delictiva, no coincidiendo este planteamiento con la clasificación del tipo en atención al sujeto activo²⁵. Así mismo, expondremos brevemente las principales aportaciones que han formulado quienes admiten la existencia legal de esta categoría dogmática.

2.1) Los *Pflichtdelikte*: génesis, contenido, algunas tesis

En la doctrina penal es harto conocida la construcción *roxiniana* de los llamados “delitos de infracción de deber”²⁶, formulada por el eminente penalista alemán en su majestuosa obra titulada “Autoría y dominio del hecho” (*Täterschaft und Tatherrschaft*)²⁷. En sus líneas básicas, *ROXIN* sostiene que la sistematización de los tipos de la parte especial puede efectuarse distinguiendo entre “delitos de dominio” (*Herrschaftsdelikte*) y “delitos de infracción de un deber” (*Pflichtdelikte*). En los primeros, la autoría está determinada

²⁴ Cfr. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DP PE, 2004, 584; DPE PE, 2005, 298; DP PE, 2008, 488; RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 339, sostiene que el art. 285 CP crea un delito especial sin dar relevancia a específicos deberes de fidelidad; HORMAZÁBAL MALARÉE, El uso de información privilegiada, 2004, 502, señala que interpretar el tipo a la luz del art. 81 LMV implicaría transformar el delito especial en un delito común y supondría llevar al ámbito de lo punible la infracción de un deber.

²⁵ Así, GÓMEZ MARTÍN, Los delitos especiales, 2006, 140; FERNÁNDEZ BAUTISTA, El administrador, 2007, 216.

²⁶ Una correcta traducción literal del término alemán “*Pflichtdelikt*” sería “delito de deber”; no obstante, esta expresión no destaca lo que *ROXIN* propone con esta categoría, razón por la cual se ha adoptado la traducción de “delitos de infracción de deber”. Cfr. al respecto, DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO, La autoría, 1991, 728, n. 54; GARCÍA CAVERO, La responsabilidad penal, 1999, 42 n. 79; ABANTO VÁSQUEZ, RP, 2004, 8 n. 20.

²⁷ La primera edición de esta obra data de 1963. La séptima edición alemana (1999) ha sido traducida al castellano por CUELLO CONTRERAS/SERRANO GONZÁLEZ DE MURILLO, Autoría y dominio del hecho en Derecho penal, 7ª ed., Marcial Pons, Madrid, 2000.

por el dominio en la ejecución de la conducta típica, esto es, la realización de todas las actuaciones ejecutivas descritas en el tipo; en los segundos, en cambio, lo determinante para la autoría es la infracción de un deber especial encomendado a un determinado círculo de sujetos, v. gr., los funcionarios públicos en los delitos de funcionarios. Se prescinde, pues, en esta clase de delitos, del criterio del dominio del hecho y, en consecuencia, es indiferente para la autoría que el sujeto realice o no objetivamente todos los elementos de la descripción típica, siempre que con su actuar haya infringido el deber específico que le incumbe²⁸.

Como se ha visto, *ROXIN* prescinde del criterio del dominio para fundamentar la autoría en los delitos de infracción de deber; sin embargo, hay quienes advierten que en ciertos tipos que adoptan la estructura de los *Pflichtdelikte* se exige que el sujeto activo, además de infringir un deber especial, realice ciertas “descripciones” contenidas en el tipo, sin que ello implique –como advierte *SÁNCHEZ VERA*– que el criterio a seguir en estos casos sea el del dominio del hecho; antes al contrario, sólo supone que la infracción del deber debe apoyarse lógicamente en alguna forma de descripción típica concreta para conciliarse con el principio de legalidad²⁹.

Por su parte, *JAKOBS* retoma la categoría de los delitos de infracción de deber y la inserta dentro de un sistema complejo en el que –a diferencia de *ROXIN*– la inobservancia de los deberes especiales no sólo sirve como criterio que determina la autoría del hecho, sino que además constituye el *fundamento* de la imputación jurídico-

²⁸ Vid. ampliamente, *ROXIN*, Autoría, 2000, 385-388; Täterschaft, 2006, 352 ss, 663 ss; Política criminal, 1972, 49. En España, asumen esta construcción, *BACIGALUPO ZAPATER*, Principios, 1997, 372, 373; *SÁNCHEZ-VERA*, Delito de infracción de deber, 2002, *passim*; *BACIGALUPO SAGGESE*, Delitos de infracción de deber, 2007, 15.

²⁹ Así, *SÁNCHEZ-VERA*, Pflichtdelikt, 1999, 140, 141; en parecidos términos, *OLAIZOLA NOGALES*, *El delito de cohecho*, 1999, 199, sostiene que casi todos los tipos supuestamente de infracción de deber describen, además, unas concretas modalidades de actuación; así tb., *DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO*, en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 169. Por su parte, *PIZARRO BELEZA*, Fundamentos, 1995, 350, considera que para delimitar correctamente el círculo de autores en los delitos de infracción de deber es preciso utilizar tanto el criterio de la titularidad del deber extrapenal como el criterio del dominio del hecho; *FERNÁNDEZ BAUTISTA*, El administrador, 2007, 189, 190, exige como requisito de la (co) autoría en los *Pflichtdelikte* -además de la infracción del deber especial- que el sujeto tenga dominio del hecho; *GÓMEZ BENÍTEZ*, DP PG, 1984, 155, prescinde del criterio del dominio del hecho en los delitos de infracción de deber según se esté frente a un delito especial propio o impropio. En tal sentido, señala que en los delitos especiales propios la autoría requiere únicamente la infracción del deber especial, con independencia de si el sujeto domina el hecho; en cambio, en los delitos especiales impropios el autor tiene que infringir su deber específico y, además, dominar la realización del hecho, pues de no ser así sólo podría ser partícipe.

penal. En tal sentido, este autor señala que los deberes extrapenales surgen en virtud de una competencia institucional que otorga a ciertas personas un estatus especial y, por esa razón, la responsabilidad del sujeto especialmente obligado puede fundamentarse mediante la *lesión del deber* que le incumbe precisamente por su pertenencia a una determinada institución, v. gr., la patria potestad que obliga a los padres a velar por el bienestar del menor³⁰.

Este especial ámbito de competencia institucional da lugar a la existencia de una *relación positiva* entre el autor y el bien jurídico, dicho de otro modo: el sujeto especialmente obligado no sólo está constreñido por el deber general de no lesionar los bienes ajenos, sino que –en el ámbito de los *Pflichtdelikte*– está especialmente obligado, por razón de su competencia institucional, a proteger y fomentar la incolumidad de los bienes puestos bajo su esfera jurídica. Así, partiendo de esta premisa *JAKOBS* habla de delitos “en virtud de competencia institucional” o de “responsabilidad por competencia institucional” (*Delikten kraft institutioneller Zuständigkeit*), categoría ésta que coincide con la construcción de los delitos de infracción de deber acuñada por *ROXIN*, aunque debe reconocerse, no obstante, que a través del concepto de **institución** *JAKOBS* hace un mayor esfuerzo por dotar de contenido a ese “especial deber” que antecede a la norma penal y que obliga sólo a un determinado círculo de sujetos³¹.

En tal sentido, este autor subraya que desde la perspectiva de las ciencias sociales una institución puede ser definida como “la forma de relación permanente y jurídicamente reconocida de una sociedad que está sustraída a la disposición de la persona individual, y que más bien ayuda a constituir a ésta” y, entre dichas instituciones figuran: la relación paterno-filial, el matrimonio (posteriormente suprimido de la lista), la “confianza especial” y “los deberes genuinamente estatales”³². De esta forma, pues, toda vez que un

³⁰ *Vid.* más ampliamente, *JAKOBS*, DP PG, 1997, 791 ss; DP PG, 1995, 266 ss.

³¹ *JAKOBS*, DP PG, 1997, 791 ss; DP PG, 1995, 993 ss; El ocaso del dominio del hecho, 119. Aplica esta categoría al delito de prevaricación judicial, *RAMOS TAPIA*, Prevaricación judicial, 2000, 136 ss; así tb., *SESSANO GOENAGA*, Responsabilidad institucional, 2006, 2, 3, aplicándolo a los delitos de incomparecencia (art. 502.1 CP) e inveracidad (art. 502.3 CP) ante Comisiones parlamentarias de investigación.

³² *JAKOBS*, DP PG, 1995, 994 n. 114. El concepto de institución propuesto por *JAKOBS* ha sido criticado por la inseguridad jurídica que implica el no saber con exactitud cuándo se está frente a una institución positiva, pues no se aportan criterios materiales para determinar cuáles deben ser dichas instituciones. Cfr. al respecto. *FERNÁNDEZ BAUTISTA*, El administrador, 2007, 207 n. 111, 208.

sujeto se encuentra dentro de un determinado ámbito de competencia institucional, surgen para él especiales deberes de protección del bien jurídico y su infracción genera responsabilidad penal en calidad de autor, con independencia del *quantum* de su aportación al hecho³³. Las consecuencias dogmáticas de la construcción de *JAKOBS* no se contraponen en lo esencial a las que se derivan de la tesis de *ROXIN*, pues ambas parten de puntos comunes como son: que en los delitos de infracción de deber lo determinante para la autoría es la infracción de un deber especial, sin importar que el sujeto tenga o no dominio del hecho y, que los especialmente obligados en los *Pflichtdelikte* sólo pueden ser autores del hecho, nunca partícipes.

2.2) Naturaleza del deber especial infringido

Interesa ahora determinar, al hilo de la anterior exposición, el contenido del deber especial al que hace referencia *ROXIN* y cuya vulneración constituye el fundamento de la autoría en los delitos de infracción de deber. En tal sentido, afirma *ROXIN* que el deber al que están obligados los *intra-neus*, se caracteriza por estar antepuesto en el plano lógico a la norma y, generalmente, está contenido en otras ramas del ordenamiento jurídico. Se trata, pues, de un deber extrapenal especial que sólo constriñe a un determinado círculo de sujetos especialmente obligados³⁴, no coincidiendo por tanto con el deber general que rige en los delitos de dominio, esto es, el deber de *no dañar* a los demás en sus bienes (*neminem laede*) y que tiene una proyección *erga omnes*³⁵. La naturaleza extrapenal atribuida a estos deberes especiales ha influido en la idea de que los *Pflichtdelikte* se asemejan a las leyes penales en blanco, en el sentido de que su interpretación obliga a recurrir a una norma no penal de carácter legal o reglamentario para determinar qué deber específico le sirve de fundamento³⁶.

³³ Cfr. al respecto, SÁNCHEZ-VERA, Delito de infracción de deber, 2002, 41 ss; FERNÁNDEZ BAUTISTA, El administrador, 2007, 205 ss.

³⁴ Sobre las posiciones negadoras del deber extrapenal como criterio de interpretación en los delitos de infracción de deber, *vid.* GARCÍA CAVERO, La responsabilidad penal, 1999, 45 ss.

³⁵ *ROXIN*, Autoría, 2000, 387.

³⁶ En este sentido, PIZARRO BELEZA, Fundamentos, 1995, 342; GARCÍA-PABLOS DE MOLINA, Introducción, 2006, 421.

Entre las principales objeciones que se han dirigido contra esta formulación destacan, a saber: a) que el carácter extrapenal del deber convertiría a la ley penal en una norma dependiente o incluso accesoria del Derecho extrapenal (civil, mercantil, etc)³⁷; b) que si bien la existencia del deber especial puede estar presente en algunos tipos, también habrá muchos otros en los que no haya referencia a deber especial ninguno y, finalmente; c) que la admisibilidad de este criterio negaría la característica que distingue a los delitos especiales del resto de delitos³⁸.

En cualquier caso, consideramos –siguiendo a *LUZÓN PEÑA*– que la cuestión decisiva para pronunciarse sobre los delitos de infracción de deber es si dicha categoría es compatible o no con el principio de legalidad, sin que sea determinante la naturaleza (extrapenal) del deber infringido.

2.3) Consecuencias dogmáticas de los *Pflichtdelikte*

Llegado este punto, conviene hacer referencia a las consecuencias dogmáticas que se derivan de la clasificación de un determinado tipo penal como delito de infracción de deber, habida cuenta de que la aplicación de esta categoría al delito de iniciados tendría importantes repercusiones en materia de autoría y participación, más concretamente, en el ámbito la coautoría, la autoría mediata y el principio de accesoriidad de la participación (tanto del *intraneus* como del *extraneus*). En tal sentido, se advierte, en primer lugar, que los especialmente obligados, esto es, los *intranei* responderán siempre como autores del delito, con independencia de su contribución material o del dominio que tengan sobre la realización del hecho. No cabe, pues, apreciar formas de participación cuando en la ejecución del hecho sólo intervienen obligados especiales, pues la mera infracción de sus deberes institucionales los convierte siempre en autores. Se prescinde, en consecuencia, del principio de accesoriidad de la participación, razón

³⁷ Cfr. HERNÁNDEZ PLASENCIA, *La autoría mediata*, 1996, 315; BOLEA BARDÓN, *Autoría mediata*, 2000, 420. Por su parte, GARCÍA CAVERO, *La responsabilidad penal*, 1999, 47, 48, 179, defiende el recurso a los deberes extrapenales para explicar el carácter de los delitos de infracción de deber, sin que ello implique –a su juicio– una supuesta accesoriidad del Derecho penal; no obstante, admite que ante la ausencia de toda regulación extrapenal del deber específico habría que recurrir a una perspectiva fáctica para la interpretación del tipo.

³⁸ Cfr. GÓMEZ MARTÍN, *Los delitos especiales*, 2006, 159 ss; FERNÁNDEZ BAUTISTA, *El administrador*, 2007, 178.

por la cual *JAKOBS* ha sugerido que la denominación más precisa para esta categoría sería la de “delitos con deber que elude la accesoriadad” (*Delikt mit akzessorietätsüberspringender Pflicht*)³⁹.

Pero además, la imputación se limita –en la mayoría de casos– a la denominada autoría directa o unipersonal, restringiendo así la posibilidad de apreciar autoría mediata o coautoría⁴⁰. En cuanto a la primera, no es que en su formulación *ROXIN* prescindiera de esta categoría, sino todo lo contrario, la construcción de los *Pflichtdelikte* surge precisamente para fundamentar la autoría mediata en los supuestos en que el hecho lo ejecuta un “instrumento doloso no cualificado”⁴¹, aunque desde luego también es aplicable cuando el *extraneus* –actuando como mero instrumento, esto es, (por citar la hipótesis más frecuente) sin conocimiento de la antijuridicidad de su conducta– ejecuta directamente el hecho a solicitud del *intraneus*. Sin embargo, hay quienes –como *BACIGALUPO*– entienden que en este ámbito resulta innecesaria toda alusión a la autoría mediata, pues quien infringe el deber especial induciendo a otro a causar el daño es ya autor (directo o inmediato)⁴². Por su parte, la coautoría sólo podría apreciarse

³⁹ *JAKOBS*, DP PG, 1995, 792.

⁴⁰ Así, *PIZARRO BELEZA*, Fundamentos, 1995, 344, 345; *OSSANDÓN WIDOW*, Delitos especiales, 2006, 6; *SUÁREZ SÁNCHEZ*, Autoría, 2007, 491; *FERNÁNDEZ BAUTISTA*, El administrador, 2007, 187; *CARO JOHN*, Delitos de infracción de deber, 2003, 70, entiende que los especialmente obligados sólo pueden ser autores directos, excluyendo del todo la posibilidad de coautoría, autoría mediata o cualquier forma de participación.

⁴¹ *ROXIN*, Autoría, 2000, 745. En España, asume esta solución, *GÓMEZ BENÍTEZ*, DP PG, 1984, 156, 157; *ADPCP*, 1984, 116. *Vid.*, críticamente, *HERNÁNDEZ PLASENCIA*, La autoría mediata, 1996, 316, 317, 318, califica de sorprendente el hecho de que *ROXIN* defienda la existencia de autoría mediata con independencia de que el sujeto de adelante actúe o no instrumentalizado, pues –a su juicio– no existe autoría mediata cuando el “instrumento” actúa libremente; *BOLEA BARDÓN*, Autoría mediata, 2000, 440, niega que la construcción de los *Pflichtdelikte* sea la vía adecuada para resolver la cuestión del instrumento doloso no cualificado.

⁴² Cfr. *BACIGALUPO ZAPATER*, Principios, 1997, 373; así tb., *GRACIA MARTÍN*, El actuar en lugar de otro I, 1985, 113; *DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO*, La autoría, 1991, 159, 730 n. 56; en: *Luzón Peña* (dir.), EPB, 2002, 169; *PIZARRO BELEZA*, Fundamentos, 1995, 344, 345; *GÓMEZ INIESTA*, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 423; *BOLEA BARDÓN*, Autoría mediata, 2000, 417, 418; *FERRÉ OLIVÉ*, Autoría y delitos especiales, 2001, 1022 n. 32; *FERNÁNDEZ BAUTISTA*, El administrador, 2007, 192, 193; *JAKOBS*, DP PG, 1997, 791. En respuesta a esta crítica, *ROXIN* (*Täterschaft*, 1994, 669, n. 444) señala que como la infracción del deber especial debe producir en todo caso determinados daños, parece necesario que su producción a través de otro se vea como autoría mediata. Además, sostiene que la infracción del deber extrapenal por sí sola no hace al tipo, sino únicamente al autor. Por su parte, *HERNÁNDEZ PLASENCIA*, La autoría mediata, 1996, 316, sostiene que el sujeto de atrás (*intraneus*), que utiliza como instrumento a un *extraneus*, “no realiza todos los elementos del tipo”, por lo que debe considerarse autor mediato, pues en caso contrario, también habría que admitir que en los delitos de dominio no cabría la autoría mediata porque si autor es quien domina el hecho resulta irrelevante que lo domine por sí mismo o por medio de otro.

cuando varios obligados especiales infrinjan de común acuerdo los deberes extrapenales encomendados por razón de su posición⁴³.

En relación con la intervención de *extranei* en los delitos de infracción de deber, en principio, no existen mayores dificultades para admitir que, al no estar especialmente obligados por deberes institucionales, estos sujetos no podrían responder nunca como autores *strictu sensu*; sin embargo, hay quienes admiten su responsabilidad como partícipes cuando ejecutan el hecho con alguien que sí está especialmente obligado (*intraneus*)⁴⁴. Frente a esto último, podría argumentarse que los *extranei* no pueden ser sancionados ni como autores ni como partícipes de un delito de infracción del deber, pues si –como sugiere JAKOBS– el fundamento de la imputación en esta clase de delitos es precisamente la infracción de un deber institucional, la persona que no está especialmente obligada por un concreto deber de protección o garantía del bien jurídico no podría realizar la conducta descrita en el tipo, por lo que –desde esta perspectiva– habría que defender la impunidad de los no obligados⁴⁵, salvo que –como sugiere un sector– su intervención se produzca en un delito especial impropio, en cuyo caso podría responder por el delito común de dominio⁴⁶. Esta última solución es defendida por quienes admiten la ruptura del título de imputación, de modo contrario al sector que opta por mantener la unidad del título de imputación y castigar al sujeto no obligado como partícipe –con una pena atenuada (en España en virtud del art. 65.3) – del delito de infracción de deber.

⁴³ ROXIN, Autoría, 2000, 390, 391; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, Autoría y participación, 1996, 73; BACIGALUPO ZAPATER, Principios, 1997, 372; BOLEA BARDÓN, Autoría mediata, 2000, 417; ABANTO VÁSQUEZ, RP, 2004, 9. En contra, JAKOBS, DP PG, 1997, 791, considera que en esta clase de delitos la coautoría debe ser excluida para dar lugar a la autoría accesoría, ya que el deber que obliga a cada uno de los sujetos es personalísimo e independiente, por lo que la lesión del deber institucional también será individual e independiente.

⁴⁴ Cfr. al respecto, GIMBERNAT ORDEIG, Autor y cómplice, 1966, 261, 265; ABANTO VÁSQUEZ, RP, 2004, 9.

⁴⁵ Esta es la posición asumida por ROBLES PLANAS, La participación en el delito, 2003, 242, cuando señala que en los auténticos delitos especiales de deber el *extraneus* no se encuentra en una situación típicamente idónea para lesionar el bien, por lo que la punibilidad de su intervención en esta clase de delitos no puede construirse en virtud de su contribución al hecho, pues ésta presupone la concurrencia de deberes especiales en cada uno de los intervinientes.

⁴⁶ Cfr. GÓMEZ BENÍTEZ, DP PG, 1984, 155, 156; OSSANDÓN WIDOW, Delitos especiales, 2006, 8.

Por último, la categoría de los delitos de infracción del deber proyecta importantísimas consecuencias en el ámbito del principio de accesoriedad, ya que el castigo de la participación no está supeditado a que el autor cometa dolosamente el hecho, sino que la infracción dolosa del deber especial sólo es necesaria para la punibilidad del *intraneus*, pero no para la desaprobación jurídico-penal de la participación, por lo que –siguiendo esta lógica– habría que castigar como inductor de un *Pflichtdelikt* al particular que engaña a un médico para que revele un secreto profesional (§ 300 StGB) o al sujeto que sin estar involucrado en un accidente engaña al implicado para que huya del sitio eludiendo así su obligación (§ 142 StGB); en ambos casos, ROXIN no ve mayores inconvenientes para defender la impunidad de los *intranei* y castigar a los *extranei* como inductores, ya que su “intervención sin infracción de deber especial” no se modifica porque el obligado actúe sin dolo⁴⁷. De ello se deduce, pues, que a los efectos del castigo de la participación sólo interesa la infracción *objetiva* del deber por parte del autor *intraneus*, con independencia de si éste obra con dolo o imprudencia⁴⁸.

2.4) Los delitos de infracción de deber y su relación con los delitos especiales

Una cuestión que nos parece oportuno aclarar es la relativa a si los delitos de infracción de deber son –a su vez– delitos especiales⁴⁹ o si, por el contrario, ambas categorías gozan de plena autonomía⁵⁰, o si, finalmente, existen delitos especiales que pueden

⁴⁷ Cfr. ROXIN, Autoría, 2000, 401 ss.

⁴⁸ *Vid.*, críticamente sobre esta cuestión, PIZARRO BELEZA, Fundamentos, 1995, 346, quien entiende que la solución propuesta por ROXIN es incompatible con el principio de legalidad y no encaja dentro de las reglas de la accesoriedad habitualmente conocidas.

⁴⁹ Así, BACIGALUPO ZAPATER, Principios, 1997, 372, señala que entre los delitos de infracción de deber se encuentran los delitos especiales, algunos delitos societarios y los delitos de omisión; GÓMEZ BENÍTEZ, DP PG, 1984, 155, parece identificar los delitos de infracción de deber con los delitos especiales, pues señala que en los delitos especiales no se es autor porque se domina el hecho, sino porque se infringe el deber específico extrapenal; ROBLES PLANAS, La participación en el delito, 2003, 242, señala que los delitos de infracción de deber son auténticamente especiales, pues el tipo especial sólo codifica la vulneración de determinadas normas de conducta, de modo que “quien vulnera la prohibición general de favorecer delitos obra aún de manera indiferente para el delito especial”. Por esta razón, habla de “delitos especiales de deber”; JAÉN VALLEJO, CPC (97), 2009, 126, considera que el *insider trading* es un delito especial (propio), o mejor, atendiendo a la moderna doctrina, un delito de infracción de deber. En contra, HERZBERG, Täterschaft, 1977, 33 ss, considera que la teoría de los *Pflichtdelikte* no es aplicable a todos los delitos especiales; así tb., GÓMEZ MARTÍN, Los delitos especiales, 2006, 168; FIGUEROA ORTEGA, Delitos de infracción de deber, 2008, 71.

⁵⁰ En este sentido, GARCÍA CAVERO, La responsabilidad penal, 1999, 41, 42, 164, defiende la distinción entre delitos especiales y delitos de infracción de deber. En tal sentido, señala que no deben equipararse los *Pflichtdelikte* con los delitos especiales porque ello sólo evidencia “una confusión de planos, pues

adoptar o no la configuración de un delito de infracción de deber⁵¹. Las conclusiones que puedan extraerse de este planteamiento serán determinantes para la labor exegética del art. 285 CP, principalmente porque –como hemos visto– la doctrina absolutamente mayoritaria califica el *insider trading* como delito especial. En consecuencia, tanto si admitimos que los delitos especiales son siempre tipos de infracción de deber⁵², como si

mientras la dicotomía “delitos comunes/ delitos especiales se basa en condicionamientos formales establecidos por el legislador, la dicotomía “delitos de dominio/ delitos de infracción de deber” si recoge una distinción material”; CARO JOHN, Delitos de infracción de deber, 2003, 64, 65, sugiere la distinción de ambas categorías tomando como referencia la forma en que el sujeto activo se relaciona con el bien jurídico. En tal sentido, señala que mientras en los delitos de infracción de deber el autor tiene una relación institucional con el bien jurídico que implica deberes de protección y fomento del mismo, sin que sea relevante la forma de cómo ha de ejecutarse la acción; en los delitos especiales, la realización de la conducta descrita en el tipo es lo que produce la relación del autor con el bien jurídico, de tal manera que al estar los elementos de la acción descritos en el tipo, no hace falta que el autor sea portador de ningún deber. Finalmente, alega que en general los delitos especiales pertenecen al ámbito de los delitos de dominio, lo que –a su juicio– se evidencia cuando el tipo penal, al limitar sus fronteras mediante la exigencia de ciertas cualidades en el autor y la forma en que se ha de realizar la acción, permite que el autor se mueva dentro de la esfera típica “como amo y señor del hecho”; en parecidos términos, FERNÁNDEZ BAUTISTA, El administrador, 2007, 216, sostiene que, a diferencia de los delitos especiales, los delitos de infracción de deber constituyen un verdadero criterio delimitador de la autoría, lo que impide toda comparación entre ambos, pues pertenecen a “planos absolutamente diferenciados”; FIGUEROA ORTEGA, Delitos de infracción de deber, 2008, 72, señala que en los delitos de infracción de deber lo importante es el rol especial que obliga a ser solidario, no los requerimientos exigidos por el tipo respecto a la autoría; en cambio, en los delitos especiales existe una delimitación meramente formal del círculo de autores, de conformidad con lo establecido en la descripción típica. En consecuencia, la dicotomía delitos comunes/ delitos especiales no se corresponde –a su entender– con la de delitos de dominio/ delitos de infracción de deber, pues la primera clasificación se basa en una distinción meramente formal, a diferencia de la segunda que descansa sobre una base material; BACIGALUPO SAGGESE, Delitos de infracción de deber, 2007, 35, sugiere que la categoría de los delitos de infracción de deber debe distinguirse de la de los delitos especiales, que pueden, aunque sea parcialmente, considerarse como los precursores de los *Pflichtdelikte*; GRACIA MARTÍN, El actuar en lugar de otro I, 1985, 334, 338, señala que si los delitos especiales exigen la lesión de un bien jurídico, entonces estos delitos no consisten –o no sólo– en la infracción de un deber, sino que requieren algo más: al menos la producción de un resultado y, cuando así lo exija el tipo, que dicho resultado se derive de una concreta modalidad de conducta. En conclusión, sostiene que aunque la infracción de un deber extrapenal sea un elemento del tipo en los delitos especiales no revela la esencia de éstos.

⁵¹ En la doctrina alemana, HERZBERG, Täterschaft, 1977, 32 ss, sostiene que en el seno de los delitos especiales algunos de ellos deben atenerse a la teoría de los delitos de infracción de deber; en parecidos términos, OSSANDÓN WIDOW, Delitos especiales, 2006, 5, entiende que no todo delito especial configura a su vez un delito de infracción de deber; GARCÍA CAVERO, La responsabilidad penal, 1999, 42, señala que normalmente los delitos de infracción de deber se configuran como delitos especiales; ABANTO VÁSQUEZ, RP, 2004, 5, sugiere que existen dos posibilidades para delimitar la autoría y participación en los delitos especiales: aplicar –al igual que en los delitos comunes– la teoría del dominio del hecho o, recurrir a la teoría de la infracción del deber. En contra, FIGUEROA ORTEGA, Delitos de infracción de deber, 2008, 71, entiende que todos los delitos especiales son delitos de infracción de deber, aunque advierte que no todos los delitos de infracción de deber son delitos especiales. Sin embargo, a renglón seguido el autor parece defender la posibilidad de que existan delitos especiales que no se ajusten a la categoría de los *Pflichtdelikte*.

⁵² RODRÍGUEZ MOURULLO, ADPCP, 1969, 472; HERNÁNDEZ PLASENCIA, La autoría mediata, 1996, 35, 314, 315, 317; ROXIN, DP PG, 1997, 338; FERRÉ OLIVÉ, RP, 1998, 26; FIGUEROA ORTEGA, Delitos de infracción de deber, 2008, 71; JAÉN VALLEJO, CPC (97), 2009, 126. Parece adoptar esta postura, LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, Autoría, 1996, 160, 169. En contra, BOLEA BARDÓN, Autoría mediata, 2000, 438, 440 n. 109, sostiene que no es aconsejable sustituir el dominio del

defendemos que el delito del art. 285 CP constituye un delito especial no de dominio sino de infracción de deber, habría que aplicar en ambos casos los aludidos efectos derivados de esta categoría.

Pues bien, en la doctrina penal alemana y española no existe consenso en cuanto a la relación existente entre delitos especiales y delitos de infracción de deber, habiéndose sugerido incluso la adopción de la nomenclatura “delitos de infracción de deber” para aludir a los delitos especiales, contrariamente a quienes siguen creyendo que –pese a su notable parentesco– es perfectamente posible distinguir una categoría de la otra. A favor de la primera tesis, *ROXIN* argumenta que en los delitos especiales sólo puede ser autor quien reúna una cualidad específica que consiste –por regla absolutamente general– en una *posición de deber extrapenal*, por lo que en estos casos es preferible –a su juicio– hablar de delitos de infracción de deber. A partir de aquí, *ROXIN* se refiere indistintamente a ambas categorías y hasta aplica en el ámbito de los *Pflichtdelikte* la clásica división de los delitos especiales, distinguiendo por tanto entre delitos de infracción de deber propios e impropios⁵³.

Sin embargo, no todos los defensores de los *Pflichtdelikte* equiparan éstos con los delitos especiales; así por ejemplo, *JAKOBS* mantiene la distinción entre delitos de responsabilidad por competencia institucional (delitos de infracción de deber) y delitos especiales, clasificación que toma como base la existencia o no de un deber institucional. Así, este autor argumenta que en los delitos especiales existe una restricción del círculo de autores, pero que esta delimitación no se debe a la existencia de una institución, sino que simplemente la autoría se restringe a ciertas personas que pueden lesionar más fácilmente o de una forma concreta un determinado bien jurídico. Para esta clase de tipos, *JABOKS* reserva el nombre de delitos especiales en sentido amplio (*Sonderdelikte*) y señala que no merecen la consideración de *Pflichtdelikt* debido a que el círculo de sujetos a quienes afecta la prohibición carece de deberes especiales derivados de una

hecho por el de la infracción de un deber extrapenal como criterio general para afirmar la autoría en determinadas categorías de delitos, como son los delitos especiales. Al respecto, la autora argumenta que los delitos especiales requieren algo más que la simple infracción de un deber, ya que exigen la ejecución del hecho tal y como se describe en el tipo.

⁵³ Cfr. *ROXIN*, DP PG, 1997, 338. Por su parte, *SÁNCHEZ-VERA*, *Pflichtdelikt*, 1999, 186, considera que en el ámbito de los delitos de infracción de deber la distinción entre *Pflichtdelikte* propios e impropios es superflua.

institución. En virtud de ello, pues, la autoría en los delitos especiales *latu sensu* debe regirse por el criterio del dominio del hecho⁵⁴.

Por el contrario, los denominados delitos especiales en sentido estricto sí que pueden ser concebidos –a juicio de *JAKOBS*– como auténticos delitos de infracción de deber, ya que en estos tipos penales la autoría se limita a ciertos sujetos especialmente obligados en virtud de una relación institucional que les otorga un estatus especial. La consecuencia de esta equiparación es, lógicamente, que en materia de autoría y participación los delitos especiales *strictu sensu* tendrán el mismo tratamiento que la categoría de los *Pflichtdelikte*⁵⁵.

A parecidas conclusiones llegan quienes defienden la autonomía de los delitos especiales respecto de los delitos de infracción de deber, partiendo de la base de que la distinción tradicional entre delitos comunes y especiales no es –como señala *GÓMEZ MARTÍN*– una distinción entre criterios de determinación de la autoría, sino entre clases de tipos en atención al sujeto activo, por lo que –desde esta perspectiva– ni aun defendiendo la construcción de los *Pflichtdelikte* habría obstáculos para admitir que dentro de los delitos especiales puede haber tipos con diferente naturaleza jurídica. En este contexto, pues, se ha sugerido que la admisión de un concepto amplio (o simple) de delito especial permite distinguir adecuadamente el contenido de ambas categorías⁵⁶.

A nuestro juicio, los delitos especiales no son necesariamente tipos de infracción de deber, aunque nada obsta a que en determinados casos puedan estar configurados como tales, v. gr., algunos delitos de funcionarios. Esto es así porque, mientras en los delitos especiales lo determinante para la autoría es la especial condición, relación o cualificación del sujeto activo, en los delitos de infracción de deber el criterio de la autoría está regido por la infracción de un especial deber institucional, por el estatus en que se encuentra el sujeto en relación con el bien jurídico y que le obliga, no sólo a no

⁵⁴ Cfr. *JAKOBS*, DP PG, DP PG, 1997, 791.

⁵⁵ Cfr. *JAKOBS*, DP PG, 1997, 791. Asume esta clasificación, *GARCÍA CAVERO*, La responsabilidad penal, 1999, 165 ss; en parecidos términos, *ROBLES PLANAS*, Garantes y cómplices, 2007, 133, señala que los auténticos delitos especiales en sentido estricto son aquellos en los que el contenido de injusto se agota en la infracción de determinados deberes especiales, v. gr., los delitos puros de funcionarios.

⁵⁶ Así, *GÓMEZ MARTÍN*, Los delitos especiales, 2006, 140, 146, 180, 181.

dañar el bien (deber negativo), sino también a custodiarlo y fomentar su protección frente a cualquier amenaza (deber positivo). Si se observa, en los delitos de infracción de deber se está exigiendo, aunque sean delitos de comisión activa, la infracción de un especial deber de garante del bien jurídico, el deber de garante que en la teoría de la comisión por omisión se utiliza como criterio material (no único, pero sí básico) de fundamentación de la omisión impropia. En tal sentido, pues, consideramos incorrecta la denominación de delitos de infracción de deber para aludir a todos aquellos tipos con especiales restricciones en sede de autoría⁵⁷.

En efecto, contrariamente a lo que muchas veces se afirma, la dicotomía delitos comunes/ delitos especiales no necesariamente coincide con la de delitos de dominio/ delitos de infracción de deber, pues –como se verá a continuación– hay delitos comunes que pueden transformarse en delitos de infracción de deber (y esto por mucho que *a priori* el tipo parezca configurado como delito de dominio)⁵⁸; del mismo modo que pueden apreciarse delitos especiales cuya configuración sea la de un *Pflichtdelikt* siempre que, en ambos casos, exista un deber institucional que sólo obligue a un limitado círculo de sujetos por razón de su estatus especial. Desde esta perspectiva, pues, es evidente la falta de concordancia de dichas categorías, lo que a nuestro juicio debe quedar enfáticamente sentado.

Para ilustrar más claramente la anterior afirmación, podemos operar con el ejemplo del homicidio, calificado desde siempre como el caso paradigmático de delito común y que, sin embargo, es catalogado por algunos como delito de infracción de deber cuando el sujeto activo es el padre que deja morir a su propio hijo⁵⁹ (nótese que éste es un caso no

⁵⁷ En el mismo sentido, FERNÁNDEZ BAUTISTA, *El administrador*, 2007, 228, 229.

⁵⁸ Cfr. SÁNCHEZ-VERA, *Delito de infracción de deber*, 2002, 44; FERNÁNDEZ BAUTISTA, *El administrador*, 2007, 214.

⁵⁹ En este sentido, SÁNCHEZ-VERA, *Delito de infracción de deber*, 2002, 43, 44, retoma el ejemplo propuesto por JAKOBS, a saber: el padre que proporciona al asesino de su hijo (del padre) un cuchillo no es simplemente cómplice de un homicidio o asesinato, sino autor del mismo, ya que a través de su conducta ha infringido su deber de cuidado institucional (patria potestad), habiendo transformado un “simple” delito de homicidio en un delito de infracción de deber. Hay que tener en cuenta, no obstante, que desde la construcción de ROXIN el delito de homicidio aquí planteado seguiría siendo un delito de dominio por mucho que el padre hubiese colaborado en su ejecución. En tal sentido, pues, la solución propuesta por JAKOBS ha dado lugar que su construcción haya sido considerada como una ampliación del ámbito de aplicación de los *Pflichtdelikte*, lo que supone –a juicio de algunos– una infracción al principio de legalidad. Cfr. al respecto, FERNÁNDEZ BAUTISTA, *El administrador*, 2007, 215, 216; GÓMEZ MARTÍN, *Los delitos especiales*, 2006, 184.

de comisión activa, sino de comisión por omisión, como he destacado más arriba). Ahora bien, si –como algunas legislaciones foráneas⁶⁰– el CP español previera aún el delito de parricidio, habría que admitir que en el caso del padre que deja morir al hijo estaríamos frente a un delito especial (por su cualidad de padre) y de infracción de deber (por estar especialmente obligado en virtud de una institución positiva, como lo es la patria potestad). En conclusión, los delitos especiales pueden ser delitos de dominio o delitos de infracción de deber, según que el tipo requiera –además de la cualidad, condición o especial relación del sujeto activo– que el autor determine objetiva y positivamente el hecho o que simplemente infrinja un especial deber institucional, con independencia de su aportación material para la lesión del bien jurídico.

2.5) Críticas formuladas a los delitos de infracción de deber

Varias son las críticas que se han formulado contra la teoría de los delitos de infracción de deber, incluso por quienes admiten la existencia de dicha categoría en ciertas figuras delictivas. Así, en primer lugar hay que resaltar que –como señala *LUZÓN PEÑA*– por respeto al principio de legalidad y la exigencia de dominio del hecho implícita en los tipos, “*no se puede admitir con carácter general e independiente de la formulación típica la categoría de delitos de infracción de deber*”, y esto es válido tanto para los delitos de funcionarios como para los casos de posición de garante a los efectos de determinar la existencia de un delito de omisión impropia^{61 62}. No obstante, se advierte

⁶⁰ Así, el art. 139 CP de Nicaragua recientemente aprobado.

⁶¹ Cfr. *LUZÓN PEÑA*, Curso, 1997, 306 (la cursiva es del texto original). Sobre la infracción que los *Pflichtdelikte* suponen para el principio de legalidad se han pronunciado, así mismo, *GIMBERNAT ORDEIG*, Autor y cómplice, 1966, 298; *RODRÍGUEZ MOURULLO*, ADPCP, 1969, 473; *MUÑOZ CONDE*, Traducción e introducción, 1972, 11; *QUINTERO OLIVARES*, Los delitos especiales, 1974, 102-104; *ÁLVAREZ GARCÍA*, El delito de desobediencia, 1987, 210; *OCTAVIO DE TOLEDO*, La prevaricación, ¿?¿, 226, 399, 411; *GRACIA MARTÍN*, El actuar en lugar de otro I, 1985, 112-115, 333-338; *DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO*, La autoría, 1991, 33 n. 17, 619, 728 n. 54, 729, 730; en: *Luzón Peña* (dir.), EPB, 2002, 169; *PIZARRO BELEZA*, Fundamentos, 1995, 342, 343; *HERNÁNDEZ PLASENCIA*, La autoría mediata, 1996, 314-318; *OLAIZOLA NOGALES*, El delito de cohecho, 1999, 199; *BOLEA BARDÓN*, Autoría mediata, 2000, 421; *FERRÉ OLIVÉ*, Autoría y delitos especiales, 2001, 1023, 1025; *CAMARERO GONZÁLEZ*, Autoría y participación, 2003, 150; *GARCÍA-PABLOS DE MOLINA*, Introducción, 2006, 421; *SUÁREZ SÁNCHEZ*, Autoría, 2007, 493. En contra, *GARCÍA CAVERO*, La responsabilidad penal, 1999, 44, 45, señala que la existencia de delitos de infracción de deber en el Código penal es innegable y que incluso, en este ámbito, se respeta más el principio de legalidad. Esto es así porque –a juicio del autor– la vinculación del deber jurídico que subyace en los delitos de infracción de deber a su configuración extrapenal proporciona mayor seguridad jurídica que la libre interpretación que prevalece en los delitos de dominio.

en esta aseveración que este autor considera posible la existencia de delitos de infracción de un deber en ciertos casos, lo que se ve confirmado cuando sostiene que “*solamente habrá delitos de infracción de deber cuando un tipo configure efectivamente en ese sentido la descripción típica*”, de manera que resulte indiferente que el sujeto realice una conducta u otra, activa o pasivamente, realizando por sí solo la acción típica o simplemente participando o contribuyendo, con tal que vulnere su deber específico, v. gr., el delito del art. 432 CP que castiga al funcionario que sustraiga o consciente que otro sustraiga caudales o efectos públicos⁶³.

Así mismo, la construcción de *ROXIN* ha sido criticada porque –a juicio de un sector doctrinal– no constituye en el ámbito de la autoría un sistema unitario aplicable a toda clase de delitos, sino que parte de *dos* conceptos de autor diferentes, esto es, la autoría por dominio del hecho, por un lado, y la autoría por infracción de deber, por otro, lo que la convierte en una construcción utilitarista en atención al caso concreto⁶⁴. Frente a esto, *ROXIN* se defiende alegando que, pese a la distinción que propone entre delitos de dominio y de infracción de deber, sí que termina asumiendo un *único* concepto de autor como figura central del suceso de la acción, a la que se someten por igual los elementos del dominio y del deber, preservando así la unidad sistemática⁶⁵.

Por otro lado, la premisa de la que parten los defensores de los delitos de infracción de deber, esto es, que sólo determinados sujetos que infringen un específico deber extrapenal pueden ser autores del tipo respectivo, ha servido de fundamento para que un sector de la doctrina afirme que los *Pflichtdelikte* parecen adoptar un concepto unitario

⁶² Al respecto, conviene aclarar que si bien *ROXIN* (Täterschaft, 1999, 697) identificaba originalmente los delitos de omisión con los delitos de infracción de deber, finalmente ha reconocido que esto no siempre es así, pues no todos los delitos de omisión suponen necesariamente un deber especial ni, por tanto, un delito de infracción de deber. En tal sentido, señala que “(...) muchos motivos hablan en favor de que los delitos impropios de omisión no hayan de ser vistos necesariamente, en su conjunto, como delitos de infracción de deber”. Así pues, el autor retoma el planteamiento que en este sentido formulara *JAKOBS* (DP PG, 1997, 267) y que fuera desarrollado ampliamente por *SÁNCHEZ-VERA* (Delito de infracción de deber, 2002, 81).

⁶³ Cfr. *LUZÓN PEÑA*, Curso, 1997, 306 (la cursiva es del texto original).

⁶⁴ Cfr. *GÓMEZ MARTÍN*, Los delitos especiales, 2006, 141.

⁶⁵ *ROXIN*, Autoría, 2000, 431, 432.

de autor, al menos en atención a los sujetos especialmente obligados⁶⁶; sin embargo, el propio *ROXIN*, aunque no considere que se trate de un concepto unitario de autor, sí reconoce que, en realidad, los delitos de infracción de deber tienen concordancia con el concepto extensivo de autor⁶⁷.

Finalmente, la construcción dogmática de los delitos de infracción de deber ha sido calificada de artificiosa, innecesaria y, en cierta forma, peligrosa⁶⁸. En tal sentido, se ha manifestado que sus criterios de solución en materia de autoría y participación son inaceptables, y que su aplicación supondría justificar la pena teniendo como base únicamente la infracción de un deber, prescindiendo así de la exigencia de lesión o puesta en peligro de un bien jurídico como límite indiscutible del *ius puniendi* de todo Estado democrático⁶⁹.

2.6) Toma de postura: el *insider trading* como delito especial de dominio

A la luz de la breve exposición que hemos realizado en torno a la génesis, fundamento, críticas y consecuencias de los *Pflichtdelikte*, procederemos finalmente a sentar nuestra posición en torno a la consideración del delito de iniciados como delito de infracción de deber. Pues bien, a mi juicio estamos frente a un *delito especial de dominio* en el que la

⁶⁶ Cfr. al respecto, BOLEA BARDÓN, *Autoría mediata*, 2000, 78; 419. En contra, FERNÁNDEZ BAUTISTA, *El administrador*, 2007, 167, 168, entiende que en los delitos de infracción de deber no se adopta un concepto unitario de autor propiamente dicho, ya que en su formulación *ROXIN* no renuncia en absoluto a la distinción entre autoría y participación –característica propia del concepto unitario– sino que distingue entre autores y partícipes, según que el sujeto infrinja o no un deber extrapenal.

⁶⁷ *ROXIN*, *Autoría*, 2000, 414. En contra, FERNÁNDEZ BAUTISTA, *El administrador*, 2007, 174, señala que el concepto extensivo de autor, en su versión extensivo-subjetiva, es inidóneo como criterio caracterizador de la autoría y participación en los delitos de infracción de deber. Esto es así porque –a su juicio– la versión extensivo-subjetiva prescinde del criterio que precisamente fundamenta la autoría en los *Pflichtdelikte*, esto es, la infracción del deber extrapenal que ostenta el *intraneus*, sujeto que sólo puede ser calificado de autor del tipo respectivo con total independencia del *animus* que guíe su intervención en el hecho. Finalmente, la autora considera que tanto los delitos de dominio como los de infracción de deber pueden ser enmarcados dentro de un concepto restrictivo de autor, aunque advierte que probablemente estos últimos bordeen los límites de dicho concepto.

⁶⁸ Así, MUÑOZ CONDE, *Traducción e introducción*, 1972, 11; OCTAVIO DE TOLEDO Y UBIETO, *ADPCP*, 1984, 49.

⁶⁹ Cfr. al respecto, OCTAVIO DE TOLEDO Y UBIETO, *ADPCP*, 1984, 49. En contra, GARCÍA CAVERO, *La responsabilidad penal*, 1999, 44, sostiene que la teoría de los delitos de infracción de deber no es artificiosa, sino realista, ya que se enmarca dentro de una sociedad moderna que utiliza como criterio de regulación de los contactos sociales no sólo la libertad de organización, sino también las vinculaciones institucionales.

infracción de los deberes extrapenales de abstención y sigilo (art. 81.2 LMV), no ha sido tomada en consideración en la descripción típica como único criterio configurador de la misma, sino que –por el contrario– la tipicidad de la conducta requiere que el iniciado determine positivamente el hecho, ya sea utilizando por sí mismo o por persona interpuesta la información privilegiada o suministrando ésta a terceros, con independencia de si vulnera un deber extrapenal preexistente o si sólo se infringe un deber penal de abstención derivado del propio art. 285 CP.

En consecuencia, lo determinante para la autoría de este delito no es que el sujeto infrinja de cualquier manera un deber específico, sin importar que su conducta sea activa o pasiva y que coincida o no con la conducta típica (lo cual se alejaría del tenor literal de la ley e infringiría el principio de legalidad), sino que las restricciones en sede de autoría se rigen por dos exigencias, a saber: a) que el sujeto activo tenga una especial relación con la información y, b) que domine con su actuación el hecho típico. A nuestro juicio, sólo podría defenderse la existencia de un delito de infracción de deber si la formulación típica fuera tan amplia que resultara indiferente la conducta realizada por el sujeto, siempre que infringiera su deber específico, pues de ser así la construcción roxiniana de los *Pflichtdelikte* se ajustaría al tenor literal del art. 285 CP y no infringiría el principio de legalidad penal. Como hemos apuntado, no obstante, éste no es el caso del *insider trading* en la legislación española, por lo que la opinión contraria a la mantenida en este apartado infringiría el principio de legalidad al sustituir, *contra legem*, la exigencia típica de una determinada acción o conducta, por la mera infracción de un deber extrapenal.

Pese a la posición adoptada, no descartamos por completo la posibilidad de que, al menos en lo que hace a la conducta típica del *suministro* de información privilegiada, se pueda defender la existencia de un delito de infracción de deber, ya que –como veremos– la modalidad del suministro admite supuestos de omisión impropia, por ejemplo, cuando el iniciado permite con su inactividad que un tercero acceda al conocimiento de la información privilegiada. Desde esta perspectiva, pues, la consideración del suministro como un *Pflichtdelikt* no parece del todo errónea⁷⁰.

⁷⁰ Admite, así mismo, la posibilidad de aplicar la construcción *roxiniana* de los *Pflichtdelikte* a la modalidad típica del suministro, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1389, quien advierte que el dolo de la omisión del iniciado debe referirse no sólo al conocimiento de que se permite el acceso reservado a la información, sino además al hecho de que el tercero obtendrá beneficios o causará perjuicios como consecuencia de la información obtenida; por su parte, RUBIO

3. El sujeto pasivo

La determinación del sujeto pasivo del *insider trading* está en íntima conexión con la postura que se defiende en torno al bien jurídico protegido en el art. 285 CP. A la luz de esta afirmación, conviene recordar que la doctrina ha asumido esencialmente tres criterios que giran alrededor de la protección de intereses individuales, colectivos o, la tesis mixta que apuesta por la concurrencia de bienes jurídicos individuales y colectivos. En efecto, la adopción de alguno de estos criterios incide sustancialmente en la determinación del sujeto pasivo y, consecuentemente, en la eficacia o no del consentimiento⁷¹, además del examen sobre la concurrencia de las condiciones de procedibilidad prescritas en el art. 287.1 CP⁷².

Pues bien, consecuentemente con las distintas posturas sobre el bien jurídico protegido en el art. 285 CP, la doctrina plantea, así mismo, diversas posiciones al momento de identificar al sujeto pasivo en las operaciones con información privilegiada⁷³. Existe, en

LARA, Parte especial, 2006, 84, al referirse a la modalidad del *suministro* de información privilegiada, entiende que sólo cabría la comisión por omisión si el delito se constituye sobre la infracción de un deber; SCHÜNEMANN, en: Entrevista concedida en el Institut für die gesamten Strafrechtswissenschaften, Rechtsphilosophie und Rechtsinformatik, con fecha 26 de agosto de 2009, admite que el *insider trading* adopta la estructura de un *Pflichtdelikt*; sin embargo, plantea la necesidad de determinar de dónde surge la obligación de proteger el bien jurídico respectivo.

⁷¹ En este sentido, LUZÓN PEÑA, *Curso*, 1997, 316; MUÑOZ CONDE/GARCÍA ARÁN, DP PG, 2004, 262.

⁷² En contra de la aplicación de esta cláusula para la persecución penal de las operaciones de iniciados, BENÍTEZ ORTÚZAR, Relevancia jurídico penal del *insider trading*, 2005, 86, alega que no es posible considerar a los eventuales perjudicados individuales como titulares del bien jurídico protegido, esto es, el correcto funcionamiento del mercado de valores.

⁷³ Aunque no son pocos los autores que en sus trabajos sobre el *insider trading* omiten toda referencia expresa al sujeto pasivo de este delito. Así, por ejemplo, RODRÍGUEZ MOURULLO, PJ, 1988, 248; *Anales*, 2007, 597 ss; ARROYO ZAPATERO, El abuso de información privilegiada, 1994, 65 ss; GONZÁLEZ RUS, en: Cobo del Rosal (dir.), *Curso*, 1996, 818, 819; RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 332; *Comentarios*, 2007, 633; MARTÍN PALLÍN, CuadDJ, 1997 (14), 155, 156; JORNADA DE POZAS, Código Penal, 1997, 2990; SUÁREZ GONZÁLEZ, *Compendio*, 1998, 552; BAJO FERNÁNDEZ, *Uso de información privilegiada*, 1999, 647 ss; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 530; MESTRE DELGADO, DP PE, 2001, 357 ss; RODRÍGUEZ RAMOS, *Lecciones*, 2001, 540; TERRADILLOS BASOCO, *Empresa y Derecho Penal*, 2001, 230 ss; JERICÓ OJER, *Utilización de información privilegiada*, 2002, 196 ss; MARCHENA GÓMEZ, *De los delitos relativos al mercado*, 2002, 1897 ss; BAUCCELLS LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), *Comentarios*, 2004, 1055 ss; PUENTE ABA/PERNAS GARCÍA, *El abuso de información privilegiada*, 2004, 360 ss; VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), *Comentarios*, 2004, 1421 ss; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, en: Bacigalupo (dir.), *Curso*, 2005, 363, 364; RUBIO LARA, *Parte especial*, 2006, 83, 84.

primer lugar, la postura de quienes defienden que el sujeto pasivo es un sujeto colectivo, encarnado en una colectividad difusa de inversores o en la propia comunidad en general⁷⁴; por el contrario, otro sector defiende que sujetos pasivos lo serán todos los perjudicados por las operaciones⁷⁵ y; por último, se ha defendido la concurrencia simultánea de sujetos pasivos individuales y colectivos⁷⁶.

A la vista de esta variedad de criterios en torno al sujeto pasivo del delito de iniciados, se hace necesario efectuar una breve reseña sobre las características inherentes a dicha categoría con el objetivo de precisar quién es, en realidad, el titular del bien jurídico o sujeto pasivo del delito objeto de análisis.

⁷⁴ Así, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE, 2002, 116; DP PE, 2004, 584; DPE, 2005, 295; DP PE, 2008, 487; en parecidos términos, BENÍTEZ ORTÚZAR, Relevancia jurídico penal del insider trading, 2005, 86, defiende que el sujeto pasivo es la comunidad social en su conjunto, como titular del correcto funcionamiento del mercado; sin embargo, plantea la posibilidad de considerar sujetos pasivos a los inversores individuales que sufren perjuicios patrimoniales; REYNA ALFARO, Protección penal del mercado de valores, 2001, 55, 56; en alusión a la regulación peruana del *insider trading* sostiene que al tratarse de un delito que protege un bien jurídico supraindividual, debe considerarse como sujeto pasivo a la sociedad, pues el funcionamiento del mercado bursátil se haya ligado al sistema socio-económico que adopta la colectividad; CALDERÓN CERESO, DP PE, 1999, 875, señala que sujeto pasivo es la colectividad de personas (consumidores) como potenciales inversores en los mercados de valores; ROBLEDO VILLAR, Delitos contra el patrimonio, 1997, 399, identifica al sujeto pasivo de las operaciones de iniciados con la con la colectividad afectada que interviene en el mercado confiando en la justa formación de los precios; MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 213, sostienen que el sujeto pasivo es la sociedad, en tanto que titular del interés en la correcta formación de los precios; sin embargo, admiten que los concretos inversores afectados por las operaciones de iniciados serán *perjudicados civiles*.

⁷⁵ Así, LANDECHO VELASCO/MOLINA BLÁZQUEZ, DP PE, 1996, 260, quienes no obstante defienden que el bien jurídico protegido es la confianza y transparencia del mercado; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 233, parece inclinarse por esta postura; sin embargo, señala que, en realidad, la figura del sujeto pasivo de este delito carece de interés, ya que si bien los inversores perjudicados están protegidos por la norma penal, lo cierto es que no es preciso detectar la existencia de perjudicados concretos, pues toda vez que se ha constatado el peligro para el correcto funcionamiento del mercado de valores, si se reúnen las demás exigencias típicas, se habrá cometido el delito; así tb., FERNÁNDEZ OUBIÑA, El abuso de información privilegiada, 1998, 6.

⁷⁶ En este sentido, GONZÁLEZ CUSSAC, CPC (37), 1989, 145; DP PE, 1996, 480, quien cambiando su posición inicial, ha señalado más recientemente que los sujetos pasivos serían todos los titulares de expectativas sobre los valores afectados por las operaciones de iniciados, esto es, todos aquellos que hayan sufrido un perjuicio patrimonial, pero además, y he aquí la novedad de su postura, defiende que el sujeto pasivo puede serlo así mismo el conjunto de la sociedad al afectarse la credibilidad del sistema; así tb., QUERALT JIMÉNEZ, DP PE, 1996, 474, señala que los sujetos pasivos son los particulares perjudicados, por un lado, y la comunidad, cuando se afectan los intereses generales, por otro; en parecidos términos, LUZÓN PEÑA/ROSO CAÑADILLAS, voz "Administración desleal", 2008, 53, con relación al delito de administración desleal en el ámbito societario.

Como es sabido, dentro de la estructura del tipo positivo, más concretamente entre sus elementos objetivos, se encuentra, siguiendo p. ej. la exposición de *LUZÓN PEÑA*, por un lado, el denominado *sujeto pasivo del delito*, identificado como el “titular del bien jurídico protegido”, cuya mención en los delitos que protegen bienes jurídicos individuales suele ser frecuente, a diferencia de su existencia implícita –no expresa– en aquellos delitos que protegen bienes jurídicos de la sociedad o el Estado. Por otro lado, se encuentran el *sujeto pasivo de la acción*, identificado como la persona sobre quien recae directamente la acción⁷⁷; y una tercera categoría a la que *MIR, ORTS, GONZÁLEZ CUSSAC* o *PUIG PEÑA* denominan “**perjudicado**” cuya naturaleza tiene un marcado carácter procesal y su individualización es determinante en el ámbito de la responsabilidad civil *ex delicto*. En este sentido, pues, el perjudicado no siempre es el sujeto pasivo del delito, sino que abarca a todos aquellos que sufren perjuicios originados por el delito; se trata por tanto de un concepto más amplio que el de sujeto pasivo, pues no sólo abarca al titular del bien jurídico⁷⁸.

Tal distinción no es nada ociosa si tenemos en cuenta que, en primer lugar, pocos autores la asumen y, en segundo lugar, que en los delitos con bienes jurídicos supraindividuales dichas categorías no suelen coincidir, como en cambio sucede generalmente en algunos delitos que protegen intereses individuales. También es importante destacar, a propósito del carácter mixto (colectivo e individual) que algunos autores han atribuido al bien jurídico en el delito de iniciados, que en ciertos tipos, v. gr., la acusación o denuncia falsa, puede apreciarse la existencia de un sujeto pasivo individual junto con otro colectivo⁷⁹.

Sentado lo anterior, pues, se pone en evidencia que, en materia de *insider trading*, la individualización del sujeto pasivo de la acción y del delito tiene importantes

⁷⁷ Cfr. *LUZÓN PEÑA*, Curso, 1997, 316, 347; voz “Administración desleal”, 2008, 53; así tb., *RODRÍGUEZ MOURULLO*, DP PG, 1978, 281 ss; *POLAINO NAVARRETE*, DP PG, 2000, 137, 138; *MUÑOZ CONDE/GARCÍA ARÁN*, DP PG, 2004, 262; *LANDECHO VELASCO/MOLINA BLÁZQUEZ*, DP PG, 2004, 265; *MIR PUIG*, DP PG, 2004, 224; *ORTS BERENQUER/GONZÁLEZ CUSSAC*, Compendio, 2004, 244, 245; *ARÁUZ ULLOA*, El delito de omisión, 2006, 225; *MUÑOZ CONDE*, Teoría, 2007, 65.

⁷⁸ *RODRÍGUEZ MOURULLO*, DP PG, 1978, 284; *PUIG PEÑA*, DP PG, 1988, 277; *MATA Y MARTÍN*, Bienes jurídicos intermedios, 1997, 18, 19; *MIR PUIG*, DP PG, 2004, 224; *ORTS BERENQUER/GONZÁLEZ CUSSAC*, Compendio, 2004, 244, 245.

⁷⁹ Cfr. *LUZÓN PEÑA*, Curso, 1997, 347.

repercusiones prácticas en materias como: las causas de justificación o atipicidad (por razón del consentimiento eficaz), la responsabilidad civil *ex delicto* y, por último, pero no menos importante, en el ámbito procesal, ya que la ley condiciona el ejercicio de la acción penal a la existencia de una denuncia de la **persona agraviada** o sus representantes legales. Con relación a esto último, la determinación de quién ha de considerarse persona agraviada dependerá de la posición que se defienda; así, por ejemplo, si llegamos a la conclusión de que el sujeto pasivo del delito es el inversor individual que sufre un perjuicio en su patrimonio, entonces corresponderá a éste denunciar; en cambio, si identificamos al sujeto pasivo con el Estado como ente regulador de la actividad bursátil, la denuncia tendría que ser interpuesta por la autoridad competente; y si el sujeto pasivo es la comunidad o colectividad y el conjunto indefinido de potenciales inversores, no hará falta denuncia, como previene el art. 287.2 CP; y finalmente, si admitimos que en el delito de iniciados concurren sujetos pasivos individuales y colectivos, la denuncia a la que alude el art. 287 CP podrá ser presentada tanto por inversores individuales como por órganos estatales o la colectividad social.

Si el concepto de persona agraviada abarcara solamente al sujeto pasivo del delito (titular del bien jurídico), la denuncia no podría efectuarla el sujeto pasivo de la acción, v. gr., el intermediario financiero que simplemente se limita a ejecutar una orden de compra por parte de un inversor individual.

3.1) Toma de posición

Siendo coherentes con la posición defendida en torno al bien jurídico protegido en delito de iniciados, consideramos así mismo que el sujeto pasivo del delito, titular del bien jurídico por tanto, lo será la colectividad difusa de inversores o la propia comunidad, de manera que los inversores individuales eventualmente afectados por las operaciones de iniciados quedan excluidos como titulares del bien jurídico (otra cosa es que sean perjudicados a efectos de responsabilidad civil *ex delicto*) del radio de protección penal del art. 285 CP. Por ello, por una parte no cabe un consentimiento eficaz de esos inversores como eximente en este delito, aparte de que fácticamente sería impracticable por imposibilidad de concretar el número e identidad de potenciales inversores. Y por otra parte, precisamente por ser colectivo el bien jurídico y el sujeto pasivo y suceder por ello que el delito “afecta a los intereses generales o a una pluralidad de personas”, como

se prevé en la disposición común sobre procedibilidad del art. 287.2, entra en juego la excepción de este apartado y “no será precisa la denuncia exigida en el apartado anterior”, es decir la denuncia por parte de la persona agraviada. Los potenciales inversores afectados en el caso concreto pueden, no obstante, invocar la realización de otra figura delictiva por parte del iniciado, v. gr., el delito es estafa por engaño omisivo, para los casos en que el *insider* vende títulos ocultando la caída inminente de las cotizaciones. En conclusión, el sujeto pasivo del delito tiene un carácter eminentemente colectivo.

4. *El objeto material de las operaciones de iniciados: la información relevante para las cotizaciones*

4.1) Cuestiones previas

El objeto material del delito de iniciados está expresamente configurado en la descripción típica del art. 285 CP, se trata, pues, del concepto de “información relevante” que constituye la esencia del castigo de las operaciones de iniciados⁸⁰. Así pues, las modalidades típicas del uso o suministro deben recaer precisamente sobre el objeto material, esto es, sobre la información privilegiada relevante para las cotizaciones, de manera que las conductas de uso o suministro de cualquier información que no reúna las características inherentes al objeto material quedarán fuera del ámbito de aplicación del art. 285 CP. En efecto, la piedra angular de la estructura típica del *insider trading* está constituida por el concepto de información privilegiada, por lo que interesa destacar aquí cuáles son las características que debe reunir una determinada información para ser considerada jurídico-penalmente relevante.

Hay que advertir, no obstante, que la sistematización de las características de dicho objeto material presenta la misma complejidad que en su momento supuso el análisis del bien jurídico protegido en las operaciones de iniciados, ya que la delimitación de las

⁸⁰ Así, DE GISPERT PASTOR, RDBB (5), 1982, 62; FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 91; ESTEVAN DE QUESADA, RGD (615), 1995, 13460; GONZÁLEZ CUSSAC, en: Vives Antón (dir.), DP PE, 1996, 480; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE, 2002, 116; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 315; BENÍTEZ ORTÚZAR, Relevancia jurídico penal del insider trading, 2005, 94; QUINTANAR DÍEZ, CPC (88), 2006, 183; en la doctrina alemana, PFISTER, ZGR (2), 1981, 339; IMMENGA, ZBB (2), 1995, 201; WEBER, BB (4), 1995, 162; así tb., en relación con el delito de iniciados en la legislación italiana, SANGIOVANNI, ZStW (112), 2000, 912.

informaciones no utilizables en bolsa ha sido ampliamente tratada por la doctrina jurídica (mercantil, civil, penal y administrativa), además de las valiosísimas aportaciones de la jurisprudencia española y de otros países, fundamentalmente, las contribuciones de los tribunales norteamericanos. Además, es preciso tener en cuenta que la descripción típica del art. 285 CP utiliza el término “**información relevante**”⁸¹, pese a lo cual gran parte de la doctrina española entiende que este concepto es equiparable al de **información privilegiada** a que se refieren la LMV⁸², las Directivas

⁸¹ En legislaciones como la italiana se adoptaba el término “información reservada”, hasta que el legislador decidió sustituirlo por el de “información privilegiada”, lo cual fue valorado positivamente por algunos autores. En este sentido, SEMINARA, *El nuevo delito de insider trading*, 1998, 144, destaca el acierto del legislador al haber sustituido el término “reservada” por el de “privilegiada”, que –a su juicio– por una parte “elimina la impropia caracterización de la información sobre la base de su carácter inherente a la esfera de un determinado sujeto (...)” y por otra, subraya la posición de ventaja frente a la generalidad de los inversores (...).”

⁸² Así, defendiendo el carácter vinculante del concepto de información privilegiada contenido en la LMV, entre otros, VALLE MUÑIZ, *Comentarios*, 1996, 681; VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), *Comentarios*, 2005, 1448; en: Quintero Olivares (dir.), *Comentarios*, 2004, 1420; así tb., CALDERÓN SUSÍN, *CuadDJ*, 1996, 234; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), *Comentarios*, 1999, 357, 358; *Relevancia jurídico penal del insider trading*, 2005, 91, entiende que sólo la información relevante para la cotización de valores que sea así calificada por la LMV podrá constituir el objeto material del art. 285 CP; JERICÓ OJER, *Utilización de información privilegiada*, 2002, 182- 183, para quien es obligatorio tener presente la noción de información privilegiada contenida en la LMV; BAUCCELLS LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), *Comentarios*, 2004, 1057, sugiere que para delimitar el concepto de información relevante se debe recurrir a la Directiva europea y a la LMV; HERNÁNDEZ SAINZ, *APen*, 1997, 194, sostiene que las deficiencias del concepto penal de información relevante deben solventarse a través de la LMV; MARTÍN PALLÍN, *CuadDJ* (14), 1997, 152, entiende que la interpretación del objeto material se debe realizar partiendo fundamentalmente de la LMV; RUIZ RODRÍGUEZ, en: Arroyo Zapatero y otros (dirs.), *Comentarios*, 2007, 633, considera que debe recurrirse a la LMV para completar la definición del objeto material; QUINTANAR DÍEZ, *CPC* (88), 2006, 175, 179, 180, defiende que la remisión a la LMV es obligatoria; por su parte, GONZÁLEZ CUSSAC, en: Vives Antón (dir.), *DP PE*, 1996, 480, manifiesta que el concepto de información privilegiada contenido en la LMV puede ser útil como criterio interpretativo, pero no defiende expresamente su carácter vinculante; en el mismo sentido, OTTO, *Der Missbrauch von Insider-Informationen*, 1994, 457; JIMÉNEZ VILLAREJO, *Delitos societarios*, 1996, 31; LÓPEZ GARRIDO/GARCÍA ARÁN, *La voluntad del legislador*, 1996, 144; MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, *Delitos socioeconómicos*, 1996, 216; SERRANO GÓMEZ, *DP PE*, 1996, 526; *DP PE*, 2003, 503; QUERALT JIMÉNEZ, *DPE PE*, 1996, 476; LANDECHO VELASCO/MOLINA BLÁZQUEZ, *DPE PE*, 1996, 260; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), *Comentarios*, 1996, 1384; *DPE*, 2002, 117; *DPE PE*, 2005, 296; *DP PE*, 2008, 488; RUIZ RODRÍGUEZ, *Protección penal del mercado de valores*, 1997, 340, 342; *JORNADA DE POZAS*, *Código penal*, 1997, 2990; GÓMEZ PAVÓN, *ICADE* (42), 1997, 248; aunque sugiere establecer diferencias entre el concepto penal y administrativo de información privilegiada; SUÁREZ GONZÁLEZ, *Compendio*, 1998, 553; TERRADILLOS BASOCO, en: Martínez-Buján Pérez (dir.), *Protección penal del mercado financiero*, 1998, 175; *Empresa y Derecho Penal*, 2001, 236; BAJO FERNÁNDEZ, *Uso de información privilegiada*, 1999, 647; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, *DPE*, 2001, 529; MESTRE DELGADO, en: Lamarca Pérez (coord.), *DP PE*, 2001, 358; *DP PE*, 2008, 374; MARCHENA GÓMEZ, *De los delitos relativos al mercado*, 2002, 1898; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, *EPCr*, 2003, 136; GONZÁLEZ RUS, en: Cobo del Rosal (coord.), *DPE PE*, 2005, 603; PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 317; QUINTANAR DÍEZ, *CPC* (88), 2006, 175; RUIZ RODRÍGUEZ, en: Arroyo Zapatero/Berdugo Gómez de la Torre (dirs.), *Comentarios*, 2007, 633.

comunitarias sobre la materia⁸³ o el art. 442 CP⁸⁴ en los delitos de funcionarios, por lo que a la hora de analizar las características y el alcance de dicho objeto material suele recurrirse a tales instrumentos legislativos; sin embargo, hay que tener en cuenta que para dotar de contenido a este elemento normativo no es aconsejable aceptar sin más su significado administrativo o mercantil (posición privatista), sino que lo idóneo es –como sugieren MARTÍNEZ-BUJÁN o RUIZ RODRÍGUEZ– interpretar los conceptos normativos regulados en otras disciplinas en función de las “necesidades de aplicación” de las normas penales, para lo cual habrá que recurrir a una “restricción teleológica del tipo en sede de imputación objetiva” (postura teleológica)⁸⁵.

Es preciso advertir que al momento de efectuar la exégesis del objeto material en atención a la regulación administrativa, debe tenerse en cuenta que la reforma de la LMV operada por Ley 44/2002, de 22 de noviembre (sobre Medidas de Reforma del Sistema Financiero), recoge de forma expresa lo que ha de entenderse por información **relevante** (art. 82.1 LMV), distinguiéndola así del concepto de información **privilegiada** (art. 81.1 LMV) que en esencia conserva la redacción del anterior art. 81.3 con algunos matices relativos a la clase de valores sobre los que versa la información –valores negociables o instrumentos financieros– y los emisores de los mismos.

Procederemos pues, en primer lugar, a determinar si con la reforma legislativa que introdujo el concepto de información relevante se ha pretendido dotar de contenido al

⁸³ BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 357; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE, 2002, 117; VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), Comentarios, 2005, 1449.

⁸⁴ Así, consideran que la definición de información privilegiada contenida en el art. 442 CP es válida como criterio interpretativo del art. 285 CP, MARTÍN PALLÍN, CuadDJ (14), 1997, 153; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 360; Relevancia jurídico penal del insider trading, 2005, 93; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 185; LÓPEZ PEREGRIN, APen, 1993, 438; CALDERÓN CEREZO, DP PE, 1999, 875; MUÑOZ CONDE, DP PE, 2004, 520. En contra, QUERALT JIMÉNEZ, DPE PE, 1996, 476, sostiene que el concepto de información privilegiada recogido en algunas disposiciones del CP, v. gr., en algunos delitos de funcionarios (arts. 418 y 442 CP), no es aplicable al delito de *insider trading*, ya que la información privilegiada a que se refieren estas disposiciones es la relativa a la función pública, no siendo aplicable por tanto al ámbito del mercado de valores; así tb., LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, ADPCP, 1993, 1059; ROBLEDO VILLAR, Delitos contra el patrimonio, 1997, 399.

⁸⁵ Cfr. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1384; DPE PE, 2005, 297; RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 339, 340; VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), Comentarios, 2005, 1450.

objeto material del *insider trading*, disipando por tanto las dudas sobre la aplicación del concepto de información privilegiada o si, por el contrario, dicha previsión debe considerarse complementaria en la labor exegética del art. 285 CP. Así mismo, analizaremos las características del concepto de información privilegiada contenido en las Directivas comunitarias y su incidencia en la interpretación del objeto material de las operaciones de iniciados. Esta forma de operar está justificada precisamente porque – como hemos apuntado– el tipo del art. 285 CP contiene elementos normativos que requieren ser interpretados a la luz de disposiciones extrapenales especializadas, lo que no sería necesario si –como sugieren algunos– el tipo penal analizado hubiera establecido expresamente, a la manera del art. 442 CP, el concepto de información relevante para las cotizaciones⁸⁶. Pese a esto, debemos reconocer –como bien advierte *PRIETO del PINO*– que de la descripción típica del delito de iniciados pueden extraerse al menos dos características que deben estar presentes en la información reservada, a saber: a) la nota de **relevancia** para la cotización de valores y, b) la forma en que el iniciado entra en contacto con la información, esto es, mediante el **acceso reservado** a la misma “con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial”⁸⁷.

4.2) Información privilegiada e información relevante en la LMV

Como hemos anticipado, en la actual LMV coexisten dos conceptos que, aunque cercanos, parecen tener su propio ámbito de aplicación. Así, como elementos esenciales de la información privilegiada destacan: a) el *carácter concreto* de la misma, lo que – como veremos– excluye los simples rumores o las informaciones indeterminadas, b) que la información se refiera a uno o varios valores, **o** a uno o varios emisores de valores⁸⁸,

⁸⁶ Así, SUÁREZ GONZÁLEZ, Compendio, 1998, 553; MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 216. Al respecto, RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 339, 340, sostiene que no es adecuado que el Derecho penal dote de contenido propio a los elementos normativos que ya están regulados en otras materias (postura autónoma), pues con esta técnica se tiende a perder el sentido de la realidad, en la medida en que construye figuras jurídicas cuyo origen y contenido sólo pueden comprenderse desde la óptica del ordenamiento jurídico que las ha creado en función de sus necesidades y con una determinada sistemática.

⁸⁷ Cfr. PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 316.

⁸⁸ Es preciso recordar que tras la reforma a la LMV introducida por Ley 37/1998, de 16 noviembre (BOE, núm. 275, de 17 noviembre 1998), se había producido una modificación importante en el concepto de información privilegiada, ya que se establecía que la información debía ir referida a uno o varios valores **y** a uno o varios emisores de valores, a diferencia del precepto actual (y el anterior a esa reforma) que utiliza la disyuntiva “**o**”. El efecto que produjo aquella reforma fue que el carácter privilegiado de la información estaba supeditado a que los datos fueran relativos tanto a valores como a emisores de valores, descartando la posibilidad alternativa de que la información fuera referida bien al emisor bien al valor. *Vid.*

c) que dicha información no se haya hecho pública y, c) que de haberse hecho pública hubiera podido incidir de forma apreciable sobre la cotización de los valores o instrumentos negociados⁸⁹. Por su parte, el concepto de información relevante es más parco, ya que solamente exige, por un lado, que la información pueda afectar a un inversor razonable en sus decisiones de adquisición o transmisión de valores y, por otro, que dicha información pueda incidir de forma sensible en las cotizaciones⁹⁰.

La coexistencia de ambos elementos normativos podría generar aparentes problemas de tipicidad, ya que mientras el concepto de información privilegiada es bastante restrictivo, el de información relevante se caracteriza por su laxitud, pudiendo entonces disminuirse o ampliarse el ámbito de aplicación del art. 285 CP, según se adopte uno u otro concepto, con las consecuencias que ello supondría para el principio de legalidad; no obstante, creemos que la introducción del **término información relevante** no tiene especiales repercusiones en la interpretación del objeto material del *insider trading*, pues –como veremos– **tal elemento no es más que la concreción del último requisito del concepto de información privilegiada del art. 81.1 LMV**⁹¹. Hecha esta aclaración, y

críticamente sobra esta reforma, RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal, 2002, 124 ss, quien llegó incluso a proponer una **interpretación material** del concepto de información privilegiada, acorde con los fines del Derecho penal y desvinculada de la noción restringida acuñada por dicha reforma. Esto era así porque –a su juicio– el art. 285 CP sólo exige que la información sea relevante para la cotización de valores, por lo que el tipo penal queda integrado cuando el uso de información privilegiada tiene la entidad suficiente para lesionar el bien jurídico, y ello puede suceder cuando la información está referida sólo a valores o simplemente a emisores; asume esta crítica, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DP PE, 2004, 584; DPE PE, 2005, 297; tb. sobre este aspecto, ESTEVAN DE QUESADA, RGD (615), 1995, 13465, sostiene que la exigencia de que la información se refiera a valores o a emisores de valores supone una extensión del supuesto de hecho, ya que bajo el concepto de información privilegiada podrían incluirse datos que afecten a un emisor, v. gr., litigios, cambios de control, inclusión en un grupo y en general toda información financiera que afecte a los emisores.

⁸⁹ Sólo dos de estas exigencias pueden conectarse directamente con la descripción típica del delito de iniciados en el art. 285 CP, así pues, la falta de publicidad de la información exigida en la LMV está íntimamente relacionada con la exigencia del “acceso reservado” de que habla el Código penal, mientras que el requisito de la influencia en las cotizaciones calza con el carácter relevante de la información; cfr. al respecto, GONZÁLEZ RUS, en: Cobo del Rosal (coord.), DPE PE, 1996, 818; Compendio, 2000, 516; DPE PE, 2005, 603; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 317.

⁹⁰ De los requisitos de la información relevante a que se refiere la LMV sólo uno, el de su incidencia en las cotizaciones, puede conectarse inequívocamente con el carácter “relevante” de la información a que se refiere el art. 285 CP.

⁹¹ GÓMEZ PAVÓN, ICADE (42), 1997, 248, advierte expresamente que el tipo del art. 285 CP utiliza la expresión “información relevante”, frente al uso habitual del término “información privilegiada”, sin embargo, sostiene que esto no implica que la legislación española opte por un contenido distinto al establecido en la normativa comunitaria y en la LMV; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 194, cuestiona el hecho de que la definición penal de información relevante dada por el CP se aparte del concepto establecido en la LMV y las Directivas comunitarias; GÓMEZ INIESTA, La utilización de

tomando en consideración que la doctrina mayoritaria ha encontrado una sólida base para la interpretación del objeto material del delito de iniciados en la definición que del término “información privilegiada” hacen la LMV y las Directivas comunitarias, procederemos a exponer y analizar las características de este elemento normativo presente en la LMV.

4.3) Elementos de la información privilegiada

Como hemos apuntado, la LMV adopta un concepto de información privilegiada muy cercano al establecido en la Directiva 2003/6/ CE sobre las operaciones con información privilegiada y abuso de mercado; sin embargo, a diferencia de la Directiva que hace alusión a una información relativa a emisores o a instrumentos financieros, la LMV admite la posibilidad de que la información se refiera además a *valores negociables*. La definición de información privilegiada contenida en ambos instrumentos legislativos no

información privilegiada, 1997, 365, afirma que el objeto material del art. 285 CP hace referencia a una característica de la información privilegiada, esto es, su “relevancia”; MARCHENA GÓMEZ, Código penal, 2002, 1898, equipara el concepto de información relevante (art. 285 CP) al de información privilegiada contenido en la LMV; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 135, 136, sostienen que al emplear el término “información relevante”, el legislador penal ha introducido una innecesaria confusión de conceptos, aunque –a su juicio- la información relevante a que se refiere el art. 285 CP es equivalente al concepto de información privilegiada acuñado por la doctrina y legislación mercantil; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 316, 317, no brinda relevancia alguna al hecho de que la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, haya introducido un concepto de “información relevante”, pues sugiere que la información privilegiada a que se refiere el actual art. 81.1 LMV es asumible por el Derecho penal, al menos como punto de partida, para precisar los contornos del objeto material del delito de iniciados; en parecidos términos, MONTES ÁLVARO, El delito de información privilegiada, 2004, 1238; EIRANOVA ENCINAS, Abuso de mercado, 2005, 645, 646; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DP PE, 2008, 488; ARROYO RODRÍGUEZ/VAQUERO LAFUENTE, ICADE, 2005, 226, advierten la coexistencia de ambos conceptos en la LMV, pero no señalan ninguna particularidad en la interpretación del objeto material del *insider trading*; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, ADPCP, 1993, 1059; en: Bacigalupo (dir.), Curso, 2005, 365, denuncia la confusión terminológica que introdujo el legislador en el art. 285 CP, pues aún refiriéndose directamente al mercado de valores optó por introducir el término “información relevante” y no el de información privilegiada, como en cambio lo hace en otros preceptos (v. gr. el art. 442 CP); QUINTANAR DÍEZ, CPC (88), 2006, 178, habla indistintamente de información privilegiada o “relevante”; ENTRENA RUIZ, El empleo de información privilegiada, 2006, 74 ss, parece no encontrar divergencias entre los conceptos de información relevante e información privilegiada, ya que –a su juicio- las características de la primera no excluye las típicas de la segunda. En tal sentido, admite que una información privilegiada también podría –al igual que la información relevante- incidir en la decisión de un inversor para adquirir o transmitir instrumentos financieros e influir de forma sensible en la cotización, razón por la cual sostiene que las diferencias entre ambos tipos de información son difíciles de precisar. Sin embargo, advierte que al parecer el concepto de información relevante abarca más supuestos que el concepto de información privilegiada, pues esta última se refiere a los valores o a los emisores, mientras que en la primera caben los hechos, acuerdos, decisiones, acuerdos o contratos que pudieran llevar a los inversores a adquirir o transmitir valores. En definitiva, defiende que información relevante e información privilegiada coinciden conceptualmente, pues la “relevancia” de la información es precisamente uno de los requisitos de la información privilegiada; en alusión a la legislación peruana, REYNA ALFARO, Protección penal del mercado de valores, 2001, 6, señala que el concepto de información reservada está incluido en la noción de información privilegiada.

difiere en mucho a la establecida en la ya derogada Directiva 89/592/CEE que su art. 1 establecía un concepto de información privilegiada cuyos elementos coinciden sólo parcialmente con la definición actual, entre otras razones porque en lugar de hablar de información de carácter concreto, hacía alusión a una información de carácter **preciso**⁹² y, además, porque a diferencia de la nueva Directiva y de la LMV, no establecía que la información debía referirse *directa o indirectamente* a emisores o valores negociables, lo que podría suponer –como veremos– una notable ampliación del concepto de información privilegiada. Veamos, pues, las peculiaridades de cada uno de los elementos del concepto de información privilegiada establecido en la LMV.

4.3.1) Información de carácter concreto

El carácter concreto de la información está determinado por su específica referencia a uno o varios valores o instrumentos financieros o a uno o varios emisores de valores, en consecuencia, un amplio sector doctrinal entiende que este requisito concurre cuando se está frente a informaciones internas de la sociedad (*inside corporate informations*), frente a datos generados fuera de la misma pero que le afectan (*market informations*, p. ej. la intención de otra sociedad de lanzar una OPA) o, finalmente, cuando se trata de informaciones generales relativas a la coyuntura económica o política del país que pudieran influir en el precio de las cotizaciones⁹³; desde esta perspectiva, los datos

⁹² Así tb., el antecedente legislativo de la actual Directiva sobre operaciones de iniciados mantenía como elemento característico de la información privilegiada su carácter preciso. Cfr. el art. 1 de la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (C 240 E/32); el art. 1 de 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) (DO L 96/16); el art. 1 de la Directiva del Consejo, de 13 de noviembre de 1989, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada (DOCE L 334/30); el art. 81.1 LMV.

⁹³ En este sentido, antes de la aprobación de la Directiva 89/592, SÁNCHEZ GUILARTE/TAPIA HERMIDA, RDBB (28), 1987, 774; TAPIA HERMIDA/SÁNCHEZ GUILARTE, Noticias C.E.E (40), 1988, 116, sugerían que el concepto de información privilegiada debía incluir los datos referidos a títulos valores, a las sociedades emisoras, al mercado bursátil o a “elementos indicadores directamente condicionantes del mismo”; DE BENITO (cit. por RODRÍGUEZ MOURULLO, PJ, 1988, 245), sugería que en el concepto de información reservada se incluyeran no solamente los datos sobre empresas determinadas, sino también las informaciones de mercado y otras informaciones sobre parámetros que tienen que ver con el mercado, v. gr., normas fiscales especiales, sobre banca o sobre sectores cotizados; así tb., una vez aprobada dicha Directiva comunitaria y la LMV, GONZÁLEZ CUSSAC, CPC (37), 1989, 144, LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, ADPCP, 1993, 1043; PAZ RUBIO, CuadDJ, 1993, 169; MARTÍNEZ FLÓREZ, EJB, 1995, 3558; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 196; GÓMEZ PAVÓN, ICADE (42), 1997, 250; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 125; PUENTE ABA/PERNAS GARCÍA, El abuso de información privilegiada, 2004, 354; sobre la admisibilidad de las *market* (o *second category*) *informations* en la regulación italiana, SEMINARA, El nuevo delito de *insider trading*, 1998, 144; en relación al sistema francés, GIUDICELLI-DELAGE, Das

ajenos a la exigencia de concreción no podrán considerarse información privilegiada a los efectos del art. 81.1 LMV. En tal sentido, pues, la doctrina absolutamente mayoritaria afirma que los simples rumores, v. gr., sobre la situación económica de la compañía emisora, deben excluirse del concepto penal y/o administrativo de información privilegiada^{94 95}.

Insider-Delikt, 1994, 401, señala que los tribunales sí han llegado a afirmar el carácter privilegiado de los datos internos y externos de la sociedad, siempre que tengan influencia directa sobre el mercado de los títulos de esa sociedad; respecto del sistema norteamericano, MARTÍNEZ FLÓREZ, RDM (202), 1991, 819, 820, manifiesta que las *corporate* y *market informations* pueden incluirse dentro del concepto de información privilegiada. En contra de la inclusión de las *market informations* en el concepto de información privilegiada cuando la LMV requería solamente la referencia a valores sin mencionar a los emisores, LÓPEZ PEREGRÍN, APen (9), 1993, 438; FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 94; de otra opinión, ESTEVAN DE QUESADA, RGD (615), 1995, 13464, afirmaba que no era del todo acertado que algunas informaciones, v. gr., las referidas a la coyuntura bursátil y al mercado de valores en general o aquellas relativas a la coyuntura económica del país sean excluidas del concepto de información privilegiada, en la medida en que este tipo de informaciones afecten a un determinado emisor; niegan la inclusión de las informaciones de mercado pese a la regulación actual, CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 235, sostiene que las informaciones de carácter general sobre la vida económica o política de un país (*market informations*) no están abarcadas por el concepto de información privilegiada; MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 216, señala que el requisito de la concreción permite excluir de la tipicidad las proyecciones de mercado y los análisis; MINGUELL ELEIZALDE, La información privilegiada, 1999, 3980, sugiere que deben excluirse las informaciones generales del mercado de valores; en la doctrina alemana, HOPT, BFuP (46), 1994, 90, planteaba la cuestión de si –a la luz de la Directiva 89/592– cabían dentro del concepto de información privilegiada las noticias económicas v. gr., la resolución del Banco central sobre la modificación del tipo de descuento u otras noticias sobre determinados eventos políticos, como por ejemplo, el inicio de una guerra o la muerte del jefe de gobierno.

⁹⁴ Así, en la doctrina alemana, MÖLLER, BFuP (46), 1994, 104, sostiene que el concepto de información privilegiada no abarca los simples rumores, los juicios personales de valor, las opiniones personales ni otras valoraciones de índole subjetiva; en parecidos términos, IMMENGA, ZBB (2), 1995, 201; WEBER, BB (4), 1995, 163; LÜCKER, Der Straftatbestand, 1998, 51 ss; VOLK, BB (2), 1999, 66, 67, 69; SOESTERS, Die Insiderhandelsverbote, 2002, 139 ss; BERGMANN/DREES, StraFo (9), 2005, 365; así tb., antes de la regulación alemana actual, GRUNEWALD, ZBB (3), 1990, 132; en la doctrina italiana, SANGIOVANNI, ZStW (112), 2000, 166. En la doctrina española, entre otros, DE CARLOS BERTRÁN, Noticias C.E.E (34), 1987, 79; PAZ RUBIO, CuadDJ, 1993, 169; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, ADPCP, 1993, 1043; MARTÍNEZ FLÓREZ, EJB, 1995, 3558; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 235; MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 216; MARTÍN PALLÍN, CuadDJ (14), 1997, 153; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 120; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 195; MINGUELL ELEIZALDE, La información privilegiada, 1999, 3980; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 181; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 137; MONTES ÁLVARO, El delito de información privilegiada, 2004, 1238; BAUCCELLS LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), Comentarios, 2004, 1057; PUENTE ABA/PERNAS GARCÍA, El abuso de la información privilegiada, 2004, 353; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 339, 342; VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), Comentarios, 2005, 1421; así tb., respecto del delito de iniciados en el art. 161 CP suizo, HURTADO POZO, Der Mißbrauch von Insider-Informationen, 1994, 422. Sobre la exclusión de los simples rumores en la regulación italiana, *vid.* SEMINARA, El nuevo delito de insider trading, 1998, 144; en alusión a la regulación francesa, GIUDICELLI-DELAGE, Das Insider-Delikt, 1994, 401, señala que los tribunales no han admitido los simples rumores, datos aleatorios o generales; así tb., HERNÁNDEZ SAINZ, RDBB (71), 1998, 775.

⁹⁵ *Vid.* críticamente sobre la forma en que la doctrina ha venido interpretando el requisito de la precisión o concreción de la información, PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 338 ss, quien pese a coincidir con la doctrina mayoritaria en que deben excluirse los simples rumores, los datos

En efecto, no basta que el sujeto lleve a cabo operaciones basándose en un simple rumor, aunque éste recaiga sobre valores o instrumentos negociados, sino que es preciso que se trate de datos **precisos, ciertos e idóneos** para influir en el precio de las cotizaciones, pues en caso contrario, no se trataría de una información concreta. Al respecto, podría formularse la cuestión de si los datos relativos a la *posibilidad* –rayana en la certeza– de realizar una futura operación, v. gr., un proyecto de inversión o una fusión, constituyen o no información de carácter concreto a los efectos del objeto material del art. 285 CP⁹⁶. En este sentido, pues, hay quienes –como *PRIETO del PINO*– admiten la posibilidad de que ciertos datos que aún no han alcanzado el grado de certeza necesario para ser publicados puedan incluirse dentro del concepto de información privilegiada, pese al futuro incierto de su ejecución, por lo que –desde esta perspectiva– los datos inciertos pero con relevancia para influir en las cotizaciones pueden considerarse informaciones de carácter concreto. Esto es así –a juicio de la citada autora– porque la concreción de las informaciones depende de su aptitud para incidir en las cotizaciones, con independencia de que los datos lleguen a constituirse en hechos reales⁹⁷. Por su parte, en

imprecisos o meras vaguedades, señala que el carácter concreto de la información **no** depende de la mayor o menor extensión de la temática de los elementos que integran dicha información. En tal sentido, puede haber –a su juicio– noticias concretas y que sin embargo no estén referidas –al menos, no directamente– a valores o instrumentos negociados ni a emisores; como también puede haber noticias directas sobre instrumentos o emisores de valores que carezcan de precisión o concreción. La consecuencia de esta interpretación es que haría posible la inclusión de ciertos datos indeterminados o simples rumores dentro del concepto de información privilegiada y, por tanto, dentro del tipo de injusto del art. 285 CP. A juicio de la autora, esto es lo que la norma precisamente trata de evitar; sin embargo, tal solución se deriva de “identificar la precisión de una información con el carácter circunscrito de la materia que constituye su objeto”. Pese a esta conclusión, la autora defiende la exclusión de los rumores y noticias indeterminadas del concepto de información privilegiada, invocando fundamentalmente el principio de proporcionalidad en sentido estricto y el principio de idoneidad.

⁹⁶ Al respecto, resulta ilustrativa la STJCE de 3 mayo 2001 (Asunto C-28/99) en la que se analiza el caso “Verdonck y otros”, acusados del delito de uso de información privilegiada por haber adquirido acciones de Ter Beke NV (compañía de la cual eran miembros del consejo de administración), luego de que tras varias reuniones dicha sociedad aprobara la compra de Chilled Food Business (departamento de Unilever Belgium NV). Sin embargo, hay que destacar que los acusados adquirieron las acciones un mes antes (febrero/96) de que ambas compañías firmaran una declaración de intenciones (marzo/96), hasta que finalmente la venta se realizó en el mes mayo/1996.

⁹⁷ Cfr. *PRIETO DEL PINO*, Uso de información privilegiada, 2004, 340, 341; en parecidos términos, *HERNÁNDEZ SAINZ*, RDBB (71), 1998, 775, señala que aunque el éxito de una operación, v. gr., un proyecto de fusión, sea aleatorio, no por eso debe negarse el carácter privilegiado de la información; así mismo, la autora realiza un interesante planteamiento sobre el tratamiento de las encuestas o sondeos de opinión; *MINGUELL ELEIZALDE*, La información privilegiada, 1999, 3980, sostiene que si bien hay que excluir del concepto de información privilegiada los rumores o simples notas de prensa, también es cierto que no hace falta que se trate de un hecho cierto, definitivo y que necesariamente vaya a producirse. Al respecto, el art. 1.1 de la Directiva 2003/124/CE, de 22 diciembre (DOUE L 339/70), a los efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE (abuso de mercado), establece que deberá entenderse que la

la doctrina alemana, *IMMENGA* señala que a la luz del § 13.1 WpHG sólo quedan abarcados por el concepto de información privilegiada aquellos datos que al menos son objetivamente fiables (auténticos)⁹⁸ o, como sostienen *BERGMANN/DREES*, también pueden incluirse hechos futuros siempre y cuando haya una “probabilidad razonable” de su eventual concurrencia⁹⁹.

Así mismo, se ha llegado a sostener que en determinadas situaciones será muy difícil fijar el momento en que una información deja de ser indeterminada y se convierte ya en un dato concreto, así por ejemplo, cuando el empleado de una sociedad está al tanto de las pérdidas de la misma, pero no sabe con exactitud a cuánto ascienden, por lo que en estos casos habrá que valorar este hecho en relación con otras características de la información privilegiada, particularmente con el requisito de la influencia (relevancia) de la información en la cotización de los valores¹⁰⁰. A mi juicio, en el ejemplo propuesto, sí que se está –a los efectos de la LMV– frente a una información de carácter concreto, al margen de que su consideración como información privilegiada dependa, además, de la influencia de dicha información en las cotizaciones, requisito éste que será analizado posteriormente.

Como hemos apuntado, aunque el art. 285 CP no hace referencia expresa a esta característica, lo cierto es que la doctrina mayoritaria entiende que el carácter concreto de la información es presupuesto indispensable para llevar a cabo una interpretación

información es precisa cuando “indica una serie de circunstancias que se dan o pueden darse razonablemente o un hecho que se ha producido o que puede esperarse razonablemente que se produzca (...)”.

⁹⁸ *Vid.* *IMMENGA*, ZBB (2), 1995, 201.

⁹⁹ *BERGMANN/DREES*, *StraFo* (9), 2005, 365; en parecidos términos, *SANGIOVANNI*, *ZStW* (112), 2000, 166.

¹⁰⁰ En este sentido, *MARTÍNEZ FLÓREZ*, *RDM*, 1991, 819; *EJB*, 1995, 3558; *VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS*, en: *Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.)*, *Comentarios*, 2005, 1449, 1450; *PUNTE ABA/PERNAS GARCÍA*, *El abuso de la información privilegiada*, 2004, 354; así tb., *PRIETO DEL PINO*, *Uso de información privilegiada*, 2004, 342, sostiene que el carácter concreto de la información se configura como una variable dependiente de su aptitud (o relevancia) para incidir en las cotizaciones. Ahora bien –sostiene– esta afirmación no sugiere prescindir del carácter concreto de la información, sino sólo negar su autonomía; por su parte, *HERNÁNDEZ SAINZ*, *RDBB* (71), 1998, 777, señala que aunque el carácter preciso de la información tiene una estrecha conexión con su relevancia para las cotizaciones, lo cierto es que se trata de elementos distintos, ya que mientras el primero valora datos concretos para distinguirlos de los rumores o suposiciones, el segundo se centra en el impacto de la información en los precios del mercado.

restrictiva de la norma en atención al bien jurídico protegido por el delito de iniciados¹⁰¹. Pero además, quienes defienden la dependencia del carácter concreto de la información respecto de la relevancia que la misma pueda tener para las cotizaciones, valoran positivamente el hecho de que el art. 285 CP no haya recogido expresamente el requisito de la concreción o precisión de la información¹⁰².

4.3.2) Relativa a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros o a uno o varios emisores de dichos valores negociables o instrumentos financieros

Hemos mencionado ya que la actual LMV establece que el carácter concreto de la información privilegiada está determinado por su exclusiva referencia a valores o instrumentos negociados o a los emisores de dichos valores o instrumentos, exigencia ésta que no se contempla en la descripción típica del art. 285 CP¹⁰³ y que; sin embargo, ha sido tomada en consideración en la labor exegética del objeto material de las operaciones de iniciados, razón por la cual consideramos necesario realizar un breve análisis de este requisito. Así, el art. 81.1 LMV vuelve a utilizar la conjunción disyuntiva “o” en lugar de la anterior conjunción “y”, por lo que a la luz de esta regulación, la información puede ir referida o bien a valores o instrumentos o bien a emisores, pero no necesariamente a ambos. Ahora bien, es preciso determinar qué tipo de valores e instrumentos quedan incluidos dentro del concepto administrativo (y en su caso penal) de información privilegiada; sin embargo, hay que advertir antes que –a diferencia del art. 1 de la Directiva 89/592/CEE y en concordancia con el considerando 16, art. 1 de la Directiva 2003/6/CE– el art. 81.1 LMV establece que la información privilegiada debe referirse *directa* o *indirectamente* a los títulos o a los emisores, exigencia ésta que

¹⁰¹ En este sentido, MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 216; SUÁREZ GONZÁLEZ, Compendio, 1998, 553; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 137; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 318, 335, 339; QUINTANAR DÍEZ, CPC (88), 2006, 183.

¹⁰² Así, PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 342, 343.

¹⁰³ Al respecto, PRIETO DEL PINO (Uso de información privilegiada, 2004, 335), sostiene –acertadamente– que este requisito no puede entenderse abarcado por la referencia que hace el tipo penal a “la cotización de cualquier clase de valores o instrumentos negociados en algún mercado organizado, oficial o reconocido”, ya que esta descripción “busca identificar los objetos para los que debe ser relevante la información y no el contenido de ésta”. En tal sentido, advierte que evidentemente una noticia que no se refiera a valores o instrumentos negociados, v. gr., el anuncio de una subida de los tipos de interés, puede ser relevante para su cotización.

provocaría una sustancial variante en la interpretación del carácter concreto de la información.

En efecto, con la anterior regulación quedaban fuera del concepto de información privilegiada algunos datos sobre, por ejemplo, la economía nacional o algunas decisiones políticas en materia fiscal, pero en cambio sí podían ser abarcados por la norma algunas informaciones que tuvieran relevancia para la cotización de los títulos valores de una empresa “X”, aunque no se originaran en su seno, v. gr., las decisión de la Junta Directiva de la empresa “Z”, líder en el ramo textil, de lanzar una OPA sobre el 60% de las acciones de “X” o, la noticia de que dicha empresa sería obligada a pagar una multa millonaria por daños al medio ambiente. En ambos casos, se trata de informaciones que pese a surgir fuera del ámbito de la empresa afectada, lo cierto es que tienen una incidencia directa en la cotización de sus títulos valores, por lo que antes como ahora quedarían abarcadas por el concepto de información privilegiada.

Es evidente, pues, que antes de la regulación actual, el elemento normativo “información privilegiada” debía interpretarse más restrictivamente, aunque a mi juicio seguía siendo tan amplio que incluso algunos defendían –como hemos visto– que podían incluirse datos como las modificaciones de los tipos de interés o la situación del mercado de capitales, informaciones éstas que conciernen tanto a los emisores como a los instrumentos financieros¹⁰⁴. Actualmente, el contenido de la información privilegiada es aún más amplio a la luz de la Directiva 2003/6/CE y de la LMV, ya que al bastar una referencia *indirecta* a valores o emisores, su ámbito de aplicación tiene un radio mayor de acción al punto que podrían incluirse –ahora sí– ciertos datos generales (económicos, jurídicos, políticos) siempre que pudieran incidir en la cotización de los títulos o que hicieran referencia a los emisores. Como hemos advertido, la nueva regulación induce a una interpretación excesivamente amplia del requisito de “concreción” que hemos analizado anteriormente, pues –como apunta *PRIETO del PINO*– bajo estos parámetros habría que calificar de información privilegiada incluso ciertos actos delictivos con

¹⁰⁴ En este sentido, LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, ADPCP, 1993, 1044; HOPT, BFuP (46), 1994, 90, PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 336.

incidencia en la evolución de los mercados, aunque no fuera ésta precisamente la finalidad en dichas actividades delictivas, sino más bien un daño colateral^{105 106}.

4.3.3) Información no pública

Esta característica es precisamente la que induce a utilizar los adjetivos “privilegiada”, “reservada” o “confidencial” para referirse a la información no utilizable en bolsa, pues un dato no divulgado públicamente (*unpublisch information*) normalmente tendrá un círculo muy limitado de personas que debido a su posición privilegiada tienen acceso al mismo^{107 108}. Sobre este requisito se discute principalmente cuándo debe interpretarse

¹⁰⁵ PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 337, propone como ejemplo el atentado terrorista del 11 de septiembre.

¹⁰⁶ En alusión a la legislación italiana, SEMINARA, El nuevo delito de insider trading, 1998, 145, señala que la noción de información privilegiada adoptada por el legislador, intenta excluir la distinción entre *corporate y market informations*, de manera que todo hecho confidencial con capacidad para influir – directa o mediatamente- en el precio de las cotizaciones, podría ser considerado información privilegiada; así tb., SANGIOVANNI, ZStW (112), 2000, 166.

¹⁰⁷ Nótese, sin embargo, que el art. 285 CP utiliza la expresión “información relevante”, lo que se conecta directamente con la exigencia de que los datos sean idóneos para influir en las cotizaciones, pero que no sugiere la existencia del requisito de la no publicidad de la información, que a mi juicio sólo podría extraerse en todo caso de la exigencia típica del “acceso reservado” con ocasión del ejercicio de una actividad profesional o empresarial; en parecidos términos, ARROYO ZAPATERO, El abuso de información privilegiada, 1995, 55; GONZÁLEZ CUSSAC, DP PE, 1996, 480; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1384; DP PE, 2004, 584; DPE PE, 2005, 296; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 197, aunque sugiere que el legislador debió incluir expresamente este requisito en el tipo; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 137; BAUCCELLS LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), Comentarios, 2004, 1056; MUÑOZ CONDE, DP PE, 2004, 520; MONTES ÁLVARO, El delito de información privilegiada, 2004, 1238. En contra, MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 217, 218, quienes pese a sugerir que la única vía para entender incluido el requisito de la no publicidad en el tipo del art. 285 CP es precisamente la referencia al “acceso reservado”, entienden que el carácter reservado se predica, no de la información, sino de la forma en que se accede a la misma; esto es así –señalan- porque si el “acceso reservado” aludiera a la naturaleza (confidencial) de la información y no al modo de acceder a ella, tendría que admitirse que la forma de acceso a los datos es irrelevante para la aplicación del injusto y, en consecuencia, habría que declarar típica las conductas de quienes acceden a la información por casualidad o de forma accidental. Finalmente, sostienen que la única vía para solucionar este inconveniente es interpretar que el término “reservado” abarca un doble sentido: el de calificar tanto la naturaleza de la información como la forma de acceso a la misma.

¹⁰⁸ Al respecto, GÓMEZ PAVÓN, ICADE (42), 1997, 249, pese a que admite que entre los elementos de la información privilegiada destaca su no publicidad, niega que deba considerarse información privilegiada cualquier dato no público, pues el núcleo esencial de la prohibición es –a su juicio- el acceso reservado por razón de la profesión u oficio, siendo irrelevante el número de personas que tengan conocimiento de la información; RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 341, relaciona el carácter privilegiado de la información con su no publicidad; SUÁREZ GONZÁLEZ, Compendio, 1998, 553, señala que el requisito de la confidencialidad de la información, ausente en el art. 285 CP, puede suplirse a través del entendimiento que una información que no es concreta ni confidencial carecería de potencial lesivo en relación con el interés tutelado; MESTRE DELGADO, DP PE, 2001, 358; DP PE, 2008, 374, sostiene que el requisito de la “confidencialidad” de la información se deriva del concepto de información privilegiada establecido en la LMV; MUÑOZ CONDE, DP PE, 2004, 520,

que la información aún no es pública, habiéndose defendido algunas tesis, a saber: a) que la información es pública cuando se pone a disposición del mercado, es decir, desde el momento en que cualquier puede acceder a ella (criterio de la accesibilidad)¹⁰⁹; b) que sólo llega a ser pública cuando es efectivamente conocida por un número elevado de personas (criterio cuantitativo)¹¹⁰; c) que la publicidad se alcanza hasta que los datos han sido suficientemente difundidos través de medios ampliamente extendidos (criterio de la difusión)¹¹¹ o; d) que la información es pública cuando se incorpora al precio de las

señala que la referencia al “acceso reservado” de la información, es lo que hace de ésta una “información privilegiada”; PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 318, sugiere que el hecho de que una información sea desconocida por el público inversor, es lo que hace posible afirmar el carácter “privilegiado” de la misma.

¹⁰⁹ RODRÍGUEZ MOURULLO, PJ, 1988, 246; AUGER LIÑÁN, PJ, 1988, 259; MARTÍNEZ FLÓREZ, RDM (202), 1991, 816, 820, 821; VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, *Noticias CEE* (81), 1991, 34; VARELA VARAS, AMF (3), 1992, 6; ESTEVAN DE QUESADA, RGD (615), 1995, 13461, 13462; FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 92, 93; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 234; MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, *Delitos socioeconómicos*, 1996, 218; MARTÍN PALLÍN, CuadDJ (14), 1997, 154; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 197; RDBB (71), 1998, 772, 774; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), *Comentarios*, 1999, 358, 362; JERICÓ OJER, *Utilización de información privilegiada*, 2002, 182, 186; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 112; MONTES ÁLVARO, *El delito de información privilegiada*, 2004, 1239; BAUCELLS LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), *Comentarios*, 2004, 1057; PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 321; QUINTANAR DÍEZ, CPC (88), 2006, 183; en alusión a la legislación italiana, SEMINARA, *El nuevo delito de insider trading*, 1998, 144; en la doctrina alemana, HEISTERKAMP, DZWir (12), 1994, 520; WEBER, BB (4), 1995, 163; DIERLAMM, NStZ (11), 1996, 522; BERGMANN/DREES, StraFo (9), 2005, 365; aludiendo a la legislación suiza, FORSTMOSER, ZGR (1), 1989, 143.

¹¹⁰ FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 112, exigen que la información sea desconocida por la generalidad de los inversores; PUENTE ABA/PERNAS GARCÍA, *El abuso de información privilegiada*, 2004, 354, señalan que la información deja de ser privilegiada cuando es de conocimiento público; VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), *Comentarios*, 2005, 1449, sostienen que lo esencial es si el público conoce o no la información, al margen del medio en el que se haya publicado, no siendo necesaria una divulgación o publicación formal. Desde esta perspectiva, pues, no serán ya informaciones confidenciales los datos concretos a conocer por los medios de comunicación; así tb., MONTES ÁLVARO, *El delito de información privilegiada*, 2004, 1239, defiende la publicidad de la información a través de cualquier medio de comunicación; en la doctrina suiza, HURTADO POZO, *Der Mißbrauch von Insider-Informationen*, 1994, 418, señala que el hecho es confidencial hasta el momento en que se da conocer a un número significativo de personas interesadas en la actividad bursátil; por su parte, MARTÍNEZ FLÓREZ, EJB, 1995, 3558, señala la posibilidad de aplicar esta tesis, aunque finalmente alega que la LMV asume el criterio de que la información es pública sólo cuando se ha dado a conocer formalmente a los medios (v. gr., mediante una comunicación a la prensa, poniendo así el acento en la divulgación); así tb., MINGUELL ELEIZALDE, LL, 1999, 3982, sugiere que a la luz de la LMV la información es pública cuando se comunica formal y debidamente a los órganos supervisores, lo cual está avalado por la Circular 9/1997, de 7 julio, en virtud de la cual se establece que la forma en que los emisores deben de dar a conocer al público los hechos relevantes, es comunicándolo a la CNMV para su registro respectivo, antes que a cualquier otra persona o medio de difusión; en alusión a la regulación francesa, GIUDICELLI-DELAGE, *Das Insider-Delikt*, 1994, 401, manifiesta que la jurisprudencia entiende que la confidencialidad de la información no desaparece más que con la divulgación, entendida como la publicación de un comunicado oficial de la empresa afectada, siendo irrelevante que la información se haya convertido ya en un rumor.

¹¹¹ En alusión a la doctrina y jurisprudencia francesa, HERNÁNDEZ SAINZ, RDBB (71), 1998, 773, 774, señala que el criterio de la difusión ha sido entendido en un sentido amplio y en otro más restringido; así

cotizaciones, como producto de que los inversores han tomado en cuenta tales datos en sus decisiones (criterio del mercado eficiente)¹¹². Esta discusión tiene una importancia trascendental, ya que la exégesis del momento en que la información es ya pública, no privilegiada por tanto, será determinante para comprobar la existencia del objeto material del delito de iniciados.

En principio, la primera hipótesis parece la más factible, ya que cualquier inversor que tenga la posibilidad de acceder a la información tendrá las condiciones necesarias para tomar decisiones de inversión o desinversión; no obstante, si sólo tomamos en consideración el dato de la “accesibilidad” del público a la información, no podríamos calificar como *insider trading* las operaciones realizadas por el iniciado tan sólo momentos después de que la información ha sido puesta a disposición del público. Esto no sería un problema si entendemos que los participantes en el mercado tienen que ser lo suficientemente diligentes como para estar pendientes de cada información con relevancia bursátil, pero también sería desconocer que la ventaja cognoscitiva del

pues, en sentido amplio, la información deja de ser privilegiada desde que se difunde, esto es, desde que se envía al público en general, por lo que no habrá difusión cuando la información se publica de manera fragmentaria en revistas de audiencia limitada. En sentido estricto, por su parte, la difusión ha sido entendida como publicación según las formalidades legales, v. gr., el derecho de información de los accionistas o la emisión de un comunicado oficial e incluso –continúa– se ha llegado a afirmar que no basta con la publicación en la prensa económica. Finalmente, la autora rechaza el criterio de la difusión y se decanta por el de la accesibilidad; así tb., PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 320, niega que el criterio de la publicación en sentido formal sea capaz de ajustarse a la *ratio* de la prohibición penal de las operaciones de iniciados, pues la publicación de la información no garantiza que los inversores puedan participar en la formación de las cotizaciones; en la doctrina italiana, SANGIOVANNI, *ZStW* (112), 2000, 165 n.40, defiende que la información es pública cuando se ha dado a conocer a través de los medios de publicidad ad-hoc, lo cual se deduce –a su juicio– del art. 20 ap.1 del reglamento de actuaciones (CONSOB resolución núm.11520 de 1 julio 1998), el cual exige que el hecho relevante sea comunicado por la sociedad de gestión del mercado y dos agencias de noticias; SCHÖDERMEIER/WALLACH, *EuZW* (4), 1990, 123, señalan que la información es públicamente conocida cuando es ampliamente difundida por los medios de comunicación; sin embargo, advierte que el criterio de la difusión sólo es útil cuando el público también ha tenido la posibilidad de reaccionar a la publicación de la información; GRUNDMANN, *ZKW* (1), 1992, 14, plantea la cuestión alternativa de si la información es públicamente conocida al momento de su difusión o cuando se ha reaccionado a su publicación.

¹¹² Así, MARTÍNEZ FLÓREZ, *EJB*, 1995, 3559, aunque a su juicio no hace falta que la información sea conocida por la generalidad de los inversores; GÓMEZ INIESTA, *La utilización abusiva de información privilegiada*, 1997, 132, 133, señala que este criterio tiene el inconveniente de que atendiendo a la complejidad o sencillez de la noticia será preciso invertir más o menos tiempo para reflexionar sobre la operación, así pues, el establecimiento de un período de espera (*waiting period*) podría suponer un lapso muy breve de tiempo frente a noticias complejas o uno demasiado extenso frente a noticias más simples. En contra de este criterio, PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 320, 321, señala que su admisión es incompatible con la protección del bien jurídico “justicia informativa”, ya que ésta resultaría vulnerada cuando las cotizaciones se forman en condiciones de privilegio informativo; además – sostiene – tal interpretación no puede ser asumida a la luz del principio de idoneidad, pues la protección del bien jurídico llevaría a una grave obstaculización de la dinámica del mercado de valores.

iniciado no desaparece por el simple hecho de que la información haya sido puesta a disposición del público, pues –a diferencia del *outsider*– éste podrá reflexionar con mayor serenidad sobre las operaciones que desea efectuar; en consecuencia, creemos que la publicidad de la información no se alcanza en el momento en que el inversor puede acceder a la misma. Frente a esto, *HERNÁNDEZ SAINZ* sostiene que lo fundamental es que la información sea puesta a disposición del público, siendo irrelevante el medio por el que se accede a ésta, por lo que una información a la que se tiene libre acceso será ya una información pública, y esto al margen de que la sociedad tenga o no obligación de emitir un comunicado oficial¹¹³.

Aunque la doctrina mayoritaria defiende este primer criterio, hay quienes –como *FARALDO* o *CALDERÓN SUSÍN*– advierten que lo difícil será determinar qué grado de difusión ha de tener la información para poder ser considerada accesible, sugiriendo que por “información no pública” debe entenderse aquella que no ha sido “notificada, divulgada o publicada”; desde esta perspectiva, pues, serán los tribunales los que determinarán –a la luz de la difusión más o menos amplia de los datos– si estamos o no frente a una información privilegiada¹¹⁴. Esta cuestión enlaza directamente con la 2ª y 3ª hipótesis, pues una noticia ampliamente difundida por los medios de comunicación será correlativamente una información conocida por un elevado número de personas; sin embargo, consideramos que por mucho que los medios informativos de prestigio divulguen una noticia que afecta a los mercados, ésta no pasará de ser una mera especulación si no viene contrastada con los datos publicados por los organismos oficiales. Así mismo, la determinación de si una información es ya pública no debe ceñirse al número de personas que tengan conocimiento efectivo de la misma, ya que además de ser un parámetro de difícil constatación, no constituye *per se* un baremo objetivo¹¹⁵.

¹¹³ *HERNÁNDEZ SAINZ*, RDBB (71), 1998, 774; *vid.*, críticamente sobre esta postura, *PRIETO DEL PINO*, Uso de información privilegiada, 2004, 322 n. 75.

¹¹⁴ Cfr. *FARALDO CABANA*, EPCr, 1995, 92-94; *CALDERÓN SUSÍN*, CuadDJ, 1996, 234.

¹¹⁵ En contra del criterio cuantitativo, *HERNÁNDEZ SAINZ*, RDBB (71), 1998, 773, sostiene que una aproximación cuantitativa debe ser rechazada, ya que no es posible fijar *a priori* qué cantidad de personas debe conocer la información para considerarla pública. Así, el hecho de que la información sea conocida por un número más o menos amplio de personas, no implica –según su criterio– que sea conocida por el público.

Con relación a la cuarta hipótesis, exponente de la teoría económica de los mercados eficientes, la información es pública cuando se refleja en los precios del mercado, ya que si el dato relevante ha llegado un gran número de inversores, necesariamente se producirá una variación del precio de las cotizaciones, por lo que –desde esta perspectiva– una información es pública sólo si ha sido asumida por el precio del mercado, momento en el cual desaparece la posibilidad de que el iniciado obtenga beneficios económicos¹¹⁶. Esta propuesta interpretativa tiene el inconveniente de que siempre habrá sujetos que realicen operaciones con la información relevante antes de que el mercado refleje la incorporación de los datos en el precio de las cotizaciones, por lo que habría que calificar de *insider trading* tales operaciones, lo que carece de toda lógica, pues ello supondría una limitación injustificada para el inversor diligente que ha sabido interpretar hábilmente los datos y procurarse con ello beneficios económicos legítimos¹¹⁷. En realidad, el inversor diligente actúa legalmente sobre la base de su experiencia y habilidad, por lo que no puede afirmarse que goce de una ventaja cognoscitiva ilegítima o abusiva respecto de los demás inversores, como sí ocurre en el caso de los iniciados; hay que descartar por tanto la exigencia de publicidad de la información en sentido económico¹¹⁸.

A mi juicio, debe interpretarse que la información es **pública desde** el momento en **que se pone a disposición del mercado a través de medios informativos oficiales**¹¹⁹, a lo

¹¹⁶ Vid. ampliamente sobre esta tesis, MARTÍNEZ FLÓREZ, RDM (202), 1991, 820, 821; EJB, 1995, 3559; ESTEVAN DE QUESADA, RGD (615), 1995, 13462.

¹¹⁷ Así, IMMENGA, ZBB (2), 1995, 203; GONZÁLEZ RUS, en: Cobo del Rosal (dir.), Curso, 1996, 818; HERNÁNDEZ SAINZ, RDBB (71), 1998, 779; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 133; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 358; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 321, 323; VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), Comentarios, 2005, 1421; ARROYO RODRÍGUEZ/VAQUERO LAFUENTE, ICADE (64), 2005, 226; QUINTANAR DÍEZ, CPC (88), 2006, 184; en Italia, SANGIOVANNI, ZStW (112), 2000, 166; en el mismo sentido, el considerando 31 de la Directiva 2003/6/CE (DOUE L 96/18), señala que no se considera información privilegiada los análisis y estimaciones elaborados a partir de datos públicos; así tb., en la legislación alemana, el § 13.2 WpHG establece que una estimación realizada a partir de conocimientos cuyunturales públicos, no es una información privilegiada, incluso aunque pueda influir considerablemente en el curso de las cotizaciones.

¹¹⁸ En este sentido, ESTEVAN DE QUESADA, RGD (615), 1995, 13462.

¹¹⁹ DIERLAMM, NStZ (11), 1996, 522; BERGMANN/DREES, StraFo (9), 2005, 365, sugieren que la publicidad requiere la instauración de un sistema de información electrónica (v. dpa o Reuters) o la publicación obligatoria de la información en una página de la Bolsa o en un diario federal; en este sentido, el art. 6.1 párrafo 2º de la Directiva 2003/6/CE establece que “(...) los Estados miembros velarán por que

que habría que **añadir** la exigencia de que **hubiera transcurrido un periodo prudencial de tiempo entre la publicación y el conocimiento** de los datos por el público, no siendo necesario, sin embargo, que la información sea conocida y utilizada por un amplio número de participantes en el mercado¹²⁰, pues de ser así estaríamos restringiendo excesivamente el ámbito del objeto material cuando, por ejemplo, la información sólo llega a ser conocida por un reducido grupo de sujetos, no iniciados por supuesto¹²¹.

los emisores hagan figurar en sus sitios Internet durante un período adecuado cualquier información privilegiada que deban publicar”.

¹²⁰ WEBER, BB (4), 1995, 163, señala que se ha propuesto una publicación o anuncio sobre la cotización bursátil a través de medios publicitarios (v. gr., prensa, radio, televisión) por período de entre 12 y 24 horas; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 198 n. 92, señala que en algunas legislaciones se ha propuesto establecer un plazo para determinar cuándo una información es ya pública; así tb., MONROY ANTÓN, Derecho & Empresa (2), 2005, 6; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 133, 134, admite la posibilidad de aceptar como vía de interpretación el denominado “período de espera” (*waiting period*), entendido como el lapso de tiempo necesario para que el mercado pueda absorber la noticia y traducirla en términos de inversión, para lo cual –sostiene– habría que especificar la duración de dicho período, que deberá ser –a su juicio– lo suficientemente elástico, con lapsos de tiempo diversos que estarían sujetos a la cualidad de la información y al tipo de operación a realizar. Así mismo, sugiere que una información sólo dejará de ser privilegiada cuando se procede a su inmediata publicidad y publicación una vez que ha sido comunicada a los órganos de supervisión e inspección; en la doctrina suiza, HURTADO POZO, Der Mißbrauch von Insider-Informationen, 1994, 418, sostiene que hay unanimidad en que el factor tiempo es determinante; sobre esta cuestión en la jurisprudencia americana, *vid.*, MARTÍNEZ FLÓREZ, RDM (202), 1991, 821 n. 47; LÓPEZ LOZANO, Información privilegiada en los mercados de valores, 1997, 39, 40; LL, 1997, 1367 o PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 319, 320, quienes señalan que en el caso SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., en el que los iniciados negociaron pocos minutos después de que la información fue comunicada a la prensa, el Tribunal estableció que aunque la noticia fuese publicada a través de un anuncio formal en la prensa financiera, los iniciados debían esperar a la *dissemination* de la información; sin embargo, en el caso Billard v. Rockwell International Corporation (1982), el mismo Tribunal resolvió lo contrario en el supuesto relativo a una OPA.

¹²¹ En este sentido, ESTEVAN DE QUESADA, RGD (615), 1995, 13461, aunque al mismo tiempo señala que lo determinante para considerar una información como no pública, es que la desconozcan la generalidad de los inversores, lo que a su juicio está íntimamente conectado a la posibilidad que tiene el público de acceder a la información; SEMINARA, El nuevo delito de *insider trading*, 1998, 144, defiende que en la legislación italiana la información es pública cuando se pone a disposición del mercado, no coincidiendo por tanto con su publicación formal, aunque –a su juicio– habrá que verificar en el caso concreto las modalidades de divulgación y el tiempo necesario para su recepción por parte del mercado; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 322, 323, propone que una información pierde su carácter privilegiado cuando, además de haberse publicado, se encuentre a disposición de los inversores, a lo que habría que añadir la exigencia de que haya transcurrido un “lapso temporal suficiente” para que el inversor diligente haya tenido tiempo de asimilarla, para lo cual será preciso atender a criterios de “razonabilidad”.

4.3.4) Información idónea para influir de manera apreciable en la cotización de valores negociables o instrumentos financieros

Por último, el art. 81.1 LMV exige que la información privilegiada sea idónea para influir en la cotización de los títulos valores, de manera que la noticia debe incidir sustancialmente en el precio de las cotizaciones (*price sensitive information*), pues de lo contrario ya no tendría el carácter de información privilegiada, aun cuando sí concurrieran las demás exigencias, esto es, la concreción, la referencia a valores o emisores y la no publicidad (reserva)¹²²; en consecuencia, pues, la aptitud de la información para influir en el proceso de formación de precios es, sin duda alguna, el filtro definitivo que habrá que superar para determinar si estamos o no frente a una información privilegiada, aunque debe advertirse que no es tarea fácil¹²³. Es preciso mencionar que este requisito no se encuentra recogido expresamente en la descripción

¹²² Así, DE CARLOS BERTRÁN, Noticias C.E.E (34), 1987, 79; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, ADPCP, 1993, 1044; PAZ RUBIO, CuadDJ, 1993, 170; IMMENGA, ZBB (2), 1995, 202, 203; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1384; DPE, 2002, 115; DPE PE, 2005, 297; GONZÁLEZ RUS, en: Cobo del Rosal (dir.), Curso, 1996, 818; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 235; QUERALT JIMÉNEZ, DPE PE, 1996, 476; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 129, 134; HERNÁNDEZ SAINZ, RDBB (71), 1998, 778; TERRADILLOS BASOCO, Protección penal del mercado financiero, 1998, 174; FERNÁNDEZ OUBIÑA, El abuso de información privilegiada (II), 1998, 6; SANGIOVANNI, ZStW (112), 2000, 166; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 529; TERRADILLOS BASOCO, Empresa & Derecho penal, 2001, 235; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 323.

¹²³ Vid. críticamente sobre el concepto de información relevante para las cotizaciones, MORA DEL RIO, BEE (133), 1988, 93, quien sostiene que esta terminología deja un amplio margen de interpretación a los jueces y, por tanto, supone la inseguridad jurídica de los participantes en el mercado; en relación con la regulación británica, DE GISPERT PASTOR, RDBB (5), 1982, 62, admitía que el concepto de información privilegiada dejaba un amplio margen a la interpretación judicial; FARALDO CABANA EPCr, 1995, 96, señala que la exigencia de relevancia constituye el punto débil de la definición de información reservada; en la doctrina italiana, SEMINARA, El nuevo delito de *insider trading*, 1998, 146, señala que el problema de incorporar la noción de información privilegiada en el tipo es que la valoración judicial sobre la idoneidad de la información para influir en las cotizaciones, supone un grave límite para la aplicación de la normativa; SANGIOVANNI, ZStW (112), 2000, 166, sostiene que, en la práctica, la identificación de una información relevante para influir en el precio de los valores no es una tarea sencilla, pues el curso de las cotizaciones es el resultado de toda una serie de factores, y aquí sí resulta especialmente difícil distinguir entre la incidencia efectiva de una información privilegiada y otros factores; en Alemania, HEISTERKAMP, DZWir (12), 1994, 520, destaca que el carácter relevante de la información no siempre es claro, por lo que su contenido debe ser formulado; así mismo, plantea las dudas respecto de la constitucionalidad de esta exigencia en atención al mandato de certeza; IMMENGA, ZBB (2), 1995, 202, 203, considera que el carácter “relevante para las cotizaciones” es un concepto legal indeterminado que ocasiona una confusión cuantitativa al momento de determinar si estamos o no frente a una información privilegiada, aunque admite que con esta característica se pretende excluir la delincuencia bagatela y otros datos que pese a su eventual influencia en las cotizaciones no encajan dentro del objeto material; WEBER, BB (4), 1995, 164, señala que la definición legal de información privilegiada no contiene ningún punto de apoyo concreto para determinar la “relevancia” de los datos en el precio de las cotizaciones, se trata –a su juicio– de un concepto legal indeterminado que deberá ser completado por la jurisprudencia; DIERLAMM, NStZ (11), 1996, 522, alega que lo especialmente difícil es la indeterminación del carácter “relevante” de la información para influir en el precio de las cotizaciones.

típica del art. 285 CP que sólo alude a una “información relevante para la cotización de cualquier clase de valores o instrumentos negociados”, por lo que habrá que determinar si existen diferencias sustanciales entre las formulaciones acogidas por la LMV y el art. 285 CP o si, por el contrario, ambas pueden ser interpretadas en el mismo sentido.

Hay que tener en cuenta, sin embargo, que –como hemos mencionado– el art. 82. 1 LMV adoptó expresamente el término “información relevante”, en lugar de la anterior referencia a “hechos o decisiones que pudieran influir en la cotización de los valores”; así pues, tal modificación podría interpretarse como un intento de dotar de mayor concreción al concepto de información relevante establecido en el art. 285 CP, fijando de esa manera, las pautas para llevar a cabo una inequívoca labor exegética. Pero habría que cuestionar si en realidad existen diferencias sustanciales entre la exigencia del art. 81.1 y el concepto de información relevante del art. 82.1 LMV. Así, mientras el primero exige que la información sea idónea para influir de manera apreciable en la cotización de los valores negociables, el segundo precepto entiende por información relevante “toda aquella cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y por tanto pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario”. En tal sentido, pues, resulta evidente la similitud entre el último requisito de la información privilegiada (art. 81.1 LMV) y el concepto de información relevante (art. 82.1 LMV), por lo que si admitimos –con la doctrina absolutamente mayoritaria– que el objeto material del delito de iniciados debe interpretarse partiendo del concepto de información privilegiada establecido en la LMV, entonces la coexistencia de ambas fórmulas no traería ninguna consecuencia trascendental¹²⁴.

¹²⁴ En este sentido, GONZÁLEZ RUS, en: Cobo del Rosal (dir.), Curso, 1996, 818; Compendio, 2000, 516, sostiene que la nota de relevancia establecido en el art. 285 CP está implícita en la definición de información privilegiada recogida en la LMV; MINGUELL ELEIZALDE, La información privilegiada, 1999, 3983, aunque refiriéndose a la coincidencia que existía entre el concepto de información privilegiada del anterior art. 81.2 LMV y la descripción que sobre los hechos relevantes recogía el art. 82 LMV antes de la reforma del año 2002; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 136, sostienen que el adjetivo relevante es equivalente a la exigencia de que la información pueda influir de manera razonable en las cotizaciones (art. 81.1 LMV); PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 324, 325, considera que en virtud de la coincidencia de ambas fórmulas es comprensible que el CP aluda a una “información relevante”, en lugar de la prolija fórmula del art. 81.1 LMV. A nuestro juicio, el establecimiento expreso de un concepto de información relevante en la LMV, no justifica que el legislador penal haya omitido toda referencia a la “información privilegiada” como objeto material del *insider trading*, pues mientras el criterio de relevancia incide en el precio de las cotizaciones, el adjetivo “privilegiado” sugiere la existencia de una vía especial de acceso a la información que no tienen todos los inversores. No puede admitirse, pues, que el adjetivo “reservado” baste por sí solo para interpretar que la información a la que alude el art. 285 CP es sin lugar a dudas la del art. 81.1 LMV,

4.3.4.1) Criterios para constatar la “idoneidad” de la información para influir en el precio de las cotizaciones

En este ámbito, la doctrina también propone una serie de criterios a través de los cuales se pretende determinar con más o menos precisión si una información concreta sobre valores o emisores es “idónea” para incidir sustancialmente en el precio de las cotizaciones, para lo cual se esgrimen pautas valorativas que conducen, por un lado, al análisis cualitativo de la información, bien desde una perspectiva objetiva o subjetiva y, por otro lado, a la determinación del *momento* en que ha de realizarse tal labor valorativa. Así pues, expondremos separadamente cada uno de estos extremos con sus respectivas críticas.

a) Pues bien, en cuanto al *análisis cualitativo de la información* la doctrina ha propuesto fundamentalmente dos criterios, a saber: el llamado *criterio subjetivo* (realmente subjetivo-general y por tanto objetivo: razonabilidad objetiva) en virtud del cual una información será relevante para las cotizaciones cuando a juicio de un inversor sensato y razonable (*reasonable man*) tales datos influirían sustancialmente en los precios de los títulos valores¹²⁵ y; el *criterio objetivo* (realmente objetivo-material) en el que lo determinante es la *aptitud* de la información para influir en las cotizaciones, es decir, se atiende a la incidencia objetiva que tiene la información en las cotizaciones una vez que ha sido publicada¹²⁶. La LMV parece inclinarse por la “fórmula subjetiva”, ya que en su

aunque como ya hemos advertido, el carácter privilegiado de la información puede deducirse de la fórmula “acceso reservado con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial”; MONROY ANTÓN, Derecho & Empresa (2), 2005, 10, entiende que el objeto material del *insider trading* está constituido por una información que, además de privilegiada, es relevante para las cotizaciones; así tb., ARROYO RODRÍGUEZ/VAQUERO LAFUENTE, ICADE (64), 2005, 226.

¹²⁵ Así, en los casos SEC v. Texas Gulf Sulphur (1964); List v. Fashion Park, Inc. (1965); Shapiro v. Merrill Lynch (1974); TSC Industries Inc. v. Northway Inc. (1976); SEC v. Bausch & Lomb Inc. (1977); Harkavy v. Apparel Indus. Inc. (1978); Basic Inc. v. Levinson (1988); *vid.*, sobre la adopción de este criterio en la jurisprudencia norteamericana, GONZÁLEZ CUSSAC, CPC (37), 1989, 143; MARTÍNEZ FLÓREZ, RDM (202), 1991, 816 n. 34; VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, Noticias CEE (81), 1991, 34; FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 96 n. 130; ESTEVAN DE QUESADA, RGD (615), 1995, 13463 n. 73, 75, 77; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 195 n. 77; LÓPEZ LOZANO, LL, 1997, 1367 n. 30; JORNADA DE POZAS, Código penal, 1997, 2991; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 327 n. 88, 328.

¹²⁶ Según HERNÁNDEZ SAINZ, RDBB (71), 1998, 778, este criterio fue adoptado por la Corte de Casación francesa en el caso “*La Ruche Meridionale*” (26 junio de 1995), al establecer que la relevancia debe constatarse a través de un método objetivo, atendiendo sólo al contenido de la información y no al

art. 82.1 prescribe que información relevante es “toda aquella cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y por tanto pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario”¹²⁷.

El recurso a formulaciones de índole subjetiva ha sido ampliamente criticado, principalmente, por su alto grado de indeterminación y por los efectos contradictorios que podría generar en la labor interpretativa del objeto material. En efecto, el criterio del “inversor razonable” carece de un contenido inequívoco, pues una misma información sobre determinados títulos podría ser considerada relevante para un inversor poco habilidoso e irrelevante para un intermediario financiero con vasta experiencia, lo que sugiere la existencia de distintos parámetros de valoración utilizados por quienes concurren al mercado bursátil; a lo que habría que añadir también que no todas las informaciones reflejan con suficiente claridad la nota de relevancia (*materiality*), así, por ejemplo, el lanzamiento de una OPA representa sin duda alguna una información claramente idónea para influir en el precio de las cotizaciones, en cambio, una información genérica sobre un hecho futuro –aunque con posibilidad real de verificarse– podría sugerir solamente una *posible* influencia sobre las cotizaciones¹²⁸.

análisis que de ésta pudo haber realizado quien la utilizó. De esta forma –señala– el máximo tribunal descartó al criterio subjetivo que sí había sido invocado en la primera y segunda instancia. A juicio de la autora, el criterio objetivo abona a la seguridad jurídica y es respetuoso del principio de igualdad.

¹²⁷ Así, QUINTANAR DÍEZ, CPC (88), 2006, 184, 185; a juicio de BENÍTEZ ORTÚZAR (en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 361), esta fórmula sigue siendo excesivamente amplia e imprecisa y no ayuda mucho en la interpretación del objeto material. En alusión al derecho italiano, SANGIOVANNI, ZStW (112), 2000, 167.

¹²⁸ Vid., críticamente sobre la formulación del inversor razonable, MARTÍNEZ FLÓREZ, RDM (202), 1991, 817 ss; ESTEVAN DE QUESADA, RGD (615), 1995, 13463; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 195; RDBB (71), 1998, 778, señala que el criterio objetivo es el más acertado porque contribuye a una mayor seguridad jurídica y evita entorpecer el trabajo de los analistas financieros y demás expertos; en cambio, el criterio subjetivo conduciría a considerar una misma información como relevante y precisa para los inversores sofisticados y como irrelevante para los menos experimentados; asume esta tesis, MARTÍN PALLÍN, CuadDJ (14), 1997, 153; en parecidos términos, aunque sólo parcialmente de acuerdo con el planteamiento anterior, PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 329, sostiene que el criterio subjetivo –al que denomina vía indirecta– que atiende a las valoraciones de los inversores, entrañaría el riesgo de que una información objetivamente inidónea para influir en el precio de las cotizaciones pudiera ser erróneamente considerada idónea para el inversor sensato; en cambio, desde una perspectiva objetiva, la creencia errónea sobre la idoneidad de una información conlleva a la impunidad de quien la utiliza; asume esta postura, GÓMEZ INIESTA, Fraudes en el mercado de valores, 2006, 181.

En consecuencia, pues, la doctrina mayoritaria parece inclinarse por el criterio objetivo-material¹²⁹, aunque también puede sostenerse que –como señala un sector– ambas formulaciones son coincidentes, por cuanto no es posible analizar objetivamente la idoneidad de la información para influir en las cotizaciones sin tomar en cuenta las consideraciones de los inversores, cuyas decisiones de inversión o desinversión reflejan precisamente la relevancia objetiva de la información en las operaciones bursátiles; así pues, cuando el intérprete valora la “relevancia” de la información también está tomando en consideración las valoraciones del inversor^{130 131}.

Por otro lado, un sector ha propuesto un criterio cuantitativo para determinar la idoneidad de la información y, en tal sentido, se alega que *de lege lata* la relevancia típica de la información está supeditada a la obtención de un beneficio superior a 600.000 euros o a la causación de un perjuicio de idéntica suma, dicho de otro modo: si la información que se utiliza para realizar operaciones bursátiles no produce el beneficio-perjuicio típico, entonces ya no será información relevante a los efectos del art. 285 CP, y esto por mucho que los datos confidenciales sí hubieran influido

¹²⁹ Así, VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, Noticias CEE (81), 1991, 34; HURTADO POZO, Der Mißbrauch von Insider-Informationen, 1994, 418; DIERLAMM, NSTZ (11), 1996, 522; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1384; DPE, 2002, 117; DPE PE, 2005, 297; MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 217; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 195; MARTÍN PALLÍN, CuadDJ (14), 1997, 153; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 186; MÜHLBAUER, Wistra (5), 2003, 171; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 329.

¹³⁰ Cfr. JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 186; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 329; QUINTANAR DÍEZ, CPC (88), 2006, 184, 185.

¹³¹ MARTÍNEZ FLÓREZ, RDM (202), 1991, 817 n. 35; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 196 n. 84; MARTÍN PALLÍN, CuadDJ (14), 1997, 153, al exponer los criterios utilizados por la jurisprudencia norteamericana, plantea la existencia de una fórmula subjetiva que se completa con parámetros de probabilidad y magnitud del hecho (criterio objetivo), especialmente frente a informaciones relativas a hechos futuros (*soft informations*); se trata, al parecer, de un criterio subjetivo objetivado. Así pues, sugieren que los tribunales americanos recurren al criterio del inversor razonable pero tomando en consideración dos aspectos, a saber: la probabilidad de que el hecho suceda y su magnitud, atendidas las circunstancias del caso. En este sentido, en la jurisprudencia americana, el caso *Shapiro v. Merrill Lynch* (1974); en el que se resolvía sobre un proyecto de fusión todavía incierto, pero que reflejaba cuantiosas ganancias, el Tribunal determinó que había *insider trading*, ya que la información sobre la existencia del proyecto era relevante en virtud del criterio Probability/Magnitude; al respecto, SEMINARA, *El nuevo delito de insider trading*, 1998, 145, parece defender que en el sistema italiano la relevancia de la información se mide en función de un criterio objetivo-subjetivo, pues sostiene que la atención del legislador está centrada en la capacidad de la información para modificar las decisiones de los inversores, pero también invoca la noción de *material fact* o hechos concretos con capacidad para influir -directa o indirectamente- en el mercado de los títulos; MONTES ÁLVARO, El delito de información privilegiada, 2004, 1239, refiere la existencia de un criterio mixto (objetivo-subjetivo) que permite determinar cuándo una información es relevante para las cotizaciones.

sustancialmente en el precio de los títulos valores, lo que sí podría dar lugar a una sanción administrativa¹³². Es evidente que esta interpretación vale para quienes defienden que el beneficio-perjuicio constituye una condición objetiva de punibilidad¹³³, pero no para el sector que entiende que se trata de un resultado típico, pues desde esta perspectiva la información sería ya relevante en el sentido del art. 285 CP y realizaría esa parte del tipo objetivo, es decir, entraría ya en la tentativa, desde el momento en que es idónea para influir en el precio de las cotizaciones, con independencia de que el iniciado obtenga un beneficio o cause un perjuicio superior a 600.000 euros, que será el resultado consumativo.

b) En cuanto al *momento* en el que debe realizarse el juicio valorativo sobre la cualidad de la información, es preciso tener en cuenta que el análisis sobre la idoneidad de la información para las cotizaciones sugiere la realización de un juicio *ex ante*, lo que implica una valoración cualitativa de la información atendiendo al momento en que el iniciado la ha utilizado v. gr., emitiendo una orden de compra, siendo irrelevante que la misma, una vez divulgada, influya o no en la cotización o que los hechos a los que se refiere no lleguen a producirse en la práctica¹³⁴. Esto es así porque –como destaca *HERNÁNDEZ SAINZ*– lo contrario supondría condicionar la trascendencia penal de la conducta a hechos ajenos a la voluntad del agente, pues “la información puede no llegar a ser divulgada o puede filtrarse en los precios a través de otros mecanismos (...)”¹³⁵.

¹³² CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 235, plantea sólo la cuestión; GÓMEZ PAVÓN, ICADE (42), 1997, 252; en parecidos términos, PAZ RUBIO, CuadDJ, 1993, 160, sugería que la hipotética influencia de la información sobre las cotizaciones debía de ponerse en conexión con la existencia de un daño efectivo para el mercado o para determinados inversores.

¹³³ Así, por ejemplo, MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 216, 217, 219; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 362, 373.

¹³⁴ En este sentido, en la doctrina alemana, KÜMPEL, WM, 1994, 2137, 2140; ASSMANN, ZGR, 1994, 494, 514; CASPARI, ZGR, 1994, 540; IMMENGA, ZBB (2), 1995, 202; DIERLAMM, NStZ (11), 1996, 522; en la doctrina española, MARTÍNEZ FLÓREZ, EJB, 1995, 3559; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), *Comentarios*, 1996, 1385; DPE, 2002, 117; DPE PE, 2005, 297; FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 95; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 235; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 195 n. 76; MARTÍN PALLÍN, CuadDJ (14), 1997, 153; GÓMEZ PAVÓN, ICADE (42), 251; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 365; Fraudes en el mercado de valores, 2006, 183; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 326, 327; MONROY ANTÓN, Derecho & Empresa (2), 2005, 6; así tb., en la jurisprudencia americana, el caso *Elkind v. Liggett & Myers Inc.* (1971).

¹³⁵ Cfr. HERNÁNDEZ SAINZ, RDBB (71), 1998, 778; en la doctrina española asumen también el criterio del juicio *ex ante*, FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 96; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), *Comentarios*, 1996, 1384, 1385; DPE PE, 2005, 297, 298; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 235; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 128,

Sin embargo, desde el punto de vista gramatical se ha sostenido que la expresión “hubiera influido” sugiere la posibilidad de recurrir a un juicio *ex post* para determinar si la información era o no relevante para las cotizaciones¹³⁶. En tal sentido, los tribunales norteamericanos han aplicado en algunas ocasiones el criterio valorativo *ex post* al afirmar el carácter relevante de la información cuando una vez publicada produce una modificación sustancial en el precio de las cotizaciones, aunque bien es cierto que se deja abierta la posibilidad de refutar esta presunción de relevancia cuando, por ejemplo, se demuestra que la variación de los precios se ha producido en virtud de otra noticia que ha sido publicada al mismo tiempo¹³⁷.

c) En la doctrina alemana se ha planteado la necesidad de recurrir a un *criterio cuantitativo* fijo que permita determinar el nivel de “relevancia” de la información para influir en el precio de las cotizaciones y así poder afirmar o negar el carácter privilegiado de la misma a los efectos de la *Insiderhandelsverbot* regulada en los §§ 13.1, 14.1.1 y 38.1.1 WpHG. En este sentido, pues, autores como ASSMANN¹³⁸, CLAUSSEN¹³⁹, WEBER¹⁴⁰, CASPARI¹⁴¹, HOPT¹⁴², IMMENGA¹⁴³, DIERLAMM¹⁴⁴,

129; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 186; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 326; en la doctrina suiza, HURTADO POZO, Der Mißbrauch von Insider-Informationen, 1994, 418; en Italia, SANGIOVANNI, ZStW (112), 2000, 166.

¹³⁶ Cfr. al respecto, MARTÍNEZ FLÓREZ, RDM (202), 1991, 818; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 326 n. 83. A favor del juicio *ex post*, VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, Noticias CEE (81), 1991, 34; sostienen que la idoneidad de la información para influir en las cotizaciones, sólo puede valorarse con precisión y certeza **a posteriori**; ESTEVAN DE QUESADA, RGD (615), 1995, 13464, entiende que el recurso a juicios apriorísticos conduce inevitablemente a la aplicación del criterio subjetivo del inversor razonable. La realización de valoraciones posteriores no supone –a su juicio– ningún inconveniente para la labor de interpretación judicial, ya que cuando el juez tenga que valorar si la información era relevante para las cotizaciones, ésta ya será pública y se podrá comprobar si de hecho ha influido o no en las mismas.

¹³⁷ Sobre esta cuestión, *vid.*, ampliamente, MARTÍNEZ FLÓREZ, RDM (202), 1991, 817; ESTEVAN DE QUESADA, RGD (615), 1995, 13463; MARTÍN PALLÍN, CuadDJ (14), 1997, 153.

¹³⁸ ASSMANN, AG, 1994, 244; ZGR (3), 1994, 515; Kommentar, 2006, 63.

¹³⁹ CLAUSSEN, DB (1), 1994, 30.

¹⁴⁰ WEBER, BB (4), 1995, 163.

¹⁴¹ CASPARI, ZGR (3), 1994, 541.

¹⁴² HOPT, ZHR (159), 1995, 154.

¹⁴³ IMMENGA, ZBB (2), 1995, 203.

¹⁴⁴ DIERLAMM, NStZ (11), 1996, 522.

CAHN¹⁴⁵ o BERGMANN/DREES¹⁴⁶ han propuesto el establecimiento de una tarifa porcentual estable para concretar el umbral de “relevancia” de la información, sugiriéndose al efecto un *límite mínimo del 5% en la variación del precio base*; dicho de otra forma: si los precios sufren una variación de al menos el 5% estaremos ya frente a una información “relevante”¹⁴⁷. A favor de esta fórmula, DIERLAMM alega razones pragmáticas y de seguridad jurídica, por lo que –a su juicio– es imprescindible recurrir a esta propuesta de interpretación como **medida orientativa** para determinar el nivel de relevancia de la información, pues tiene la ventaja de que proporciona un manejo práctico del régimen legal; sin embargo, admite que eventualmente puede prescindirse de esta fórmula y, en su lugar, atender a otros factores cuando la especial coyuntura del caso concreto así lo merezca¹⁴⁸.

El criterio del porcentaje fijo desde luego permite una mayor concreción que la fórmula que propone resolver la cuestión de la relevancia “sobre la base de la *experiencia de la vida*” (*unter Zugrundelegung der Lebenserfahrung*), pues evidentemente esta última deja un margen de indeterminación tan amplio que su utilización resulta incompatible con las exigencias de seguridad jurídica que deben prevalecer en todo Estado constitucional¹⁴⁹; no obstante, hay quienes prefieren valorar la idoneidad de la información en atención a las características del caso concreto, pues entienden que el criterio de la escala fija no es equitativo debido a que cada título valor podría –en virtud de muchos factores– presentar

¹⁴⁵ CAHN, ZHR (162), 1998, 18.

¹⁴⁶ BERGMANN/DREES, StraFo (9), 2005, 366.

¹⁴⁷ El origen de este 5% está determinado por los usos comerciales en el ámbito del mercado de valores alemán, según que el anuncio en la variación de los precios proyecte un excedente (Plus) o un déficit (Minus). Cfr. al respecto, MÖLLER, BFuP (46), 1994, 106; KÜMPEL, WM (48), 1994, 2140; CASPARI, ZGR (3), 1994, 541; WEBER, BB (4), 1995, 164; IMMENGA, ZBB (2), 1995; 203 n. 95; HOPT, ZHR (159), 1995, 154 n. 80; CRAMER, Strafbarkeit der Ausnutzung, 1996, 330 n. 27; DIERLAMM, NStZ (11), 1996, 522 n. 28; SÜßMANN, AG (2), 1997, 64 n. 2; CAHN, ZHR (162), 1998, 18; ASSMANN, Kommentar, 2006, 63.

¹⁴⁸ Cfr. DIERLAMM, NStZ (11), 1996, 522, quien sugiere que a este 5% habría que añadir otro 5% en concepto de un “recargo de seguridad” que se deriva, por un lado, de la potencial fluctuación de los títulos valores y, por otro, para compensar las incertidumbres inevitables de las previsiones; en consecuencia, el nivel de relevancia exigible debería ser –a su juicio– del 10%; así tb., proponían ya un porcentaje de relevancia del 10%, CLAUSSEN, DB (1), 1994, 30; HOPT, ZHR (159), 1995, 154 n. 80, hablaba de un criterio de relevancia de 5% hasta 10%; CRAMER, Strafbarkeit der Ausnutzung, 1996, 330, retoma el 5% añadiéndole un 1.5% más del valor nominal anunciado.

¹⁴⁹ Sobre esta propuesta de interpretación, *vid.* WEBER, BB (4), 1995, 164; DIERLAMM, NStZ (11), 1996, 522.

una fluctuación distinta¹⁵⁰; además –señala *SÜßMANN*– quienes proponen establecer un límite fijo del 5% o del 10% omiten tener en cuenta que la idoneidad para influir en el precio de las cotizaciones debe ser abarcada por el dolo del autor, por lo que, al establecerse dicho límite, cualquier presunto autor podría sostener que no tenía ninguna intención de provocar semejante reacción en la formación de los precios y, en tal sentido, el delito sería muy rentable¹⁵¹ .

Por último, hay quienes proponen realizar el examen de la idoneidad de la información para influir en las cotizaciones con ayuda de un *catálogo de hechos relevantes establecido en la ley*¹⁵²; frente a esto, *CRAMER* señala que un catálogo así sólo ofrece un punto de apoyo, ya que de todas formas habrá que atender al caso concreto, aunque admite que tal forma de operar facilitaría la prueba del dolo: resulta que si el autor sabe que un hecho relevante no conocido públicamente está indicado en el catálogo, actuará en todo caso con dolo eventual cuando el hecho relevante no es tratado por él como una información privilegiada¹⁵³ .

A nuestro juicio, la cuestión de la idoneidad (o relevancia) de la información para influir en la cotización de los valores debe ser resuelta, en principio, con arreglo a un criterio mixto, **objetivo-sujetivo**, ya que –por un lado– no es posible desconocer que una información sólo es relevante cuando objetivamente puede incidir en el precio de las cotizaciones y, por otro, que la creencia errónea del iniciado sobre la idoneidad de la información para las cotizaciones permite la punibilidad de la tentativa relativamente inidónea; sumado a esto, no podemos desconocer que la fórmula subjetiva de la creencia razonable del inversor es la medida adoptada por la LMV; sin embargo, la aplicación exclusiva de este último criterio conduciría a afirmar la punibilidad por *insider trading* cuando, por ejemplo, el inversor –convencido de la relevancia de la idoneidad de la información para incidir en el precio de los valores– compra o vende títulos valores basado en una información que objetivamente no tenía ninguna incidencia, siquiera

¹⁵⁰ Sobre las críticas a esta fórmula, *vid.* KÜMPEL, WM (48), 1994, 2140, 2141; KOHLMANN, Das Strafrecht, 1995, 454; SÜßMANN, AG (2), 1997, 64.

¹⁵¹ SÜßMANN, AG (2), 1997, 64.

¹⁵² KÜMPEL, WM (48), 1994, 2141; WEISGERBER, WM, 1995, 20.

¹⁵³ CRAMER, Strafbarkeit der Ausnutzung, 1996, 331.

mediata, en el precio de las cotizaciones. De esta forma, pues, el criterio subjetivo no debe ser predominante en la determinación de la idoneidad o relevancia de la información para la cotización de los valores. Con relación al **momento** en el que debe realizarse el juicio valorativo sobre la idoneidad de la información, consideramos que debe analizarse desde una perspectiva *ex ante*, ya que sólo así procedería el castigo de la tentativa inidónea, pues desde una perspectiva *ex post* toda información no relevante para influir en el precio de las cotizaciones aparece como inocua para alcanzar la lesión del bien jurídico protegido en las operaciones de iniciados.

Por su parte, el establecimiento de una tarifa porcentual estable, de 5% o 10% respecto de la variación del precio base de los títulos, para determinar la relevancia de la información es un criterio plausible y desde luego revestido de mayor concreción que otras fórmulas más imprecisas como, por ejemplo, la que alude a la “la experiencia de la vida”. Que una cifra estable tenga que ser abarcada por el dolo del sujeto no supone –a nuestro juicio– problemas de excesos punitivos cuando, por ejemplo, el agente en verdad creía que sus operaciones no superarían una determinada cuantía, ya que tal conducta podría ser castigada como tentativa, habida cuenta de que el delito del art. 285 CP se consuma con la obtención de un beneficio o la causación de un perjuicio de 600.000 euros. Por último, consideramos que la propuesta relativa al establecimiento de un catálogo de hechos relevantes, sólo podría servir como medida orientativa *ad exemplum*, ya que sería un despropósito el intentar establecer un listado taxativo de hechos relevantes, pues la variación de las cotizaciones puede derivarse de múltiples e imprevisibles factores.

4.3.5) El objeto indirecto sobre el que recae la información relevante para las cotizaciones

a) Los valores o instrumentos negociados o los emisores

La referencia de la información privilegiada a valores o instrumentos negociados o a los emisores de éstos obliga a precisar el contenido de tales elementos normativos para dar efectivo cumplimiento al mandato de determinación derivado del principio de legalidad. Así mismo, para facilitar el análisis del tipo objetivo también retomaremos aquí la exigencia típica del art. 285 CP relativa a que la información debe ser relevante para la cotización de **cualquier clase** de valores o instrumentos negociados (sin hacer referencia

a los emisores), lo cual nos permitirá apreciar las semejanzas o eventuales diferencias entre las disposiciones penal y administrativa. Pues bien, mientras la LMV hace referencia a los valores o instrumentos negociados “comprendidos dentro del ámbito de aplicación de esta ley”, el CP alude a “cualquier clase” de valores o instrumentos negociados, por lo que parece necesario determinar el alcance de ambas disposiciones.

a) En primer lugar, que los instrumentos sean negociados sugiere que sean susceptibles de negociación, y equivale a negociable, o sea transmisible (en forma de adquisición o de cesión)¹⁵⁴, pero no equivale a que hubieran sido “admitidos a cotización oficial”, lo cual –a juicio de FARALDO– parece lógico desde el momento en que se incrimina el uso de información privilegiada en todo tipo de mercados, oficiales o reconocidos, siendo así que estos últimos no requieren del trámite de admisión a cotización oficial¹⁵⁵.

b) Ahora bien, la doctrina distingue entre una **información directa**, referida a los valores o a las entidades emisoras, por un lado y, por otro, a un volumen informativo de carácter **indirecto** que abarca informaciones sobre operaciones y coyuntura bursátil en general. En este sentido, como hemos expuesto al analizar el carácter concreto de la información, hay quienes sostienen que el objeto material del *insider trading* abarca también a las denominadas *market informations*; sin embargo, como hemos defendido, a la luz de la regulación actual no es posible admitir una interpretación tan amplia del concepto de información privilegiada. Además, hay que tener en cuenta, que –a diferencia de la regulación administrativa– el CP no alude a la información relativa a los **emisores**, sino que la limita a los valores o instrumentos negociados, lo que –en principio– podría sugerir que el ámbito de aplicación del precepto penal es más limitado que el de la norma administrativa; sin embargo, a mi juicio una información que afecta a los valores de una sociedad es –en la inmensa mayoría de casos– una información que también alude a la sociedad que emite dichos títulos, v. gr., cuando el iniciado sabe que la sociedad X será declarada en quiebra, esa información terminará afectando a los valores emitidos por ésta, por lo que –a los efectos del art. 285 CP– estaremos frente a una información relativa a los valores o instrumentos negociados.

¹⁵⁴ Así, CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 238.

¹⁵⁵ FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 101.

c) Por otra parte, habrá que precisar el concepto de valor y el de instrumento negociado a que alude al art. 285 CP¹⁵⁶. En este sentido, el art. 2 LMV establece que “tendrá la consideración de valor negociable cualquier derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea su denominación, que por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero”. Así, la misma disposición establece una lista *ad exemplum* de los instrumentos que tendrán la consideración de valores negociados a los efectos de la LMV (v. gr., acciones de sociedades, obligaciones, las cédulas y los bonos hipotecarios, derechos de suscripción, participaciones en fondos de inversión, etc). Como es sabido, los valores destinados al mercado de capitales son los denominados “valores mobiliarios”, esto es, títulos valores definidos como derechos que han sido transformados en documentos con el objetivo de facilitar su transmisión y que, generalmente, son emitidos por grandes corporaciones que pagan a su titular un interés determinado.

Quedan excluidos de la consideración de “valor negociable” a los efectos del art. 285 CP, las letras de cambio y los pagarés, salvo que pasen a formar parte del mercado de valores mediante la incorporación del derecho a un pago aplazado de dinero, cuya emisión o adquisición responda a una operación financiera, esto es, a un pago de dinero a la entidad o persona que emite o transmite el título; en caso contrario, no estarán abarcados por el art. 285 CP, ya que los títulos valores aislados, con independencia de su transmisión directa entre dos partes, no dan a pie a entrar en mercados organizados en los que puedan ser negociados¹⁵⁷. Desde la perspectiva de este concepto de “valor negociado”, no parece que el tipo sea excesivamente amplio, como sí lo es al utilizar el término “instrumentos negociados”¹⁵⁸. Así, por instrumentos negociados debe entenderse a aquellos instrumentos financieros que se caracterizan simplemente por la

¹⁵⁶ *Vid.*, críticamente sobre este aspecto, QUERALT JIMÉNEZ, DP PE, 1996, 475, sostiene que el legislador ha confundido el valor, es decir, el derecho de crédito o de débito, con el instrumento físico en el que se incorpora o documenta tal derecho, por lo que –a su juicio- el término valor es suficiente. A juicio de BENÍTEZ ORTÚZAR (en: Cobo del Rosal, Comentarios, 1999, 363), es correcta la inclusión del término instrumento negociado, al que equipara con el concepto de instrumento financiero, el cual abarca –de conformidad con el art. 1.3 Directiva 2003/6/CE- a los valores negociables.

¹⁵⁷ Cfr. al respecto, FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 100.

¹⁵⁸ A favor de la inclusión del concepto de instrumentos negociados, SCHWARK, DB, 1971, 1606; FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 101.

incorporación de derechos económico-financieros y su negociabilidad en mercados organizados.

b) Algún mercado organizado, oficial o reconocido

Nuevamente nos encontramos aquí con que la disposición penal y la administrativa utilizan términos divergentes: así, la LMV exige que la información se refiera a valores o instrumentos negociados respecto de los cuales se haya cursado una solicitud de admisión a negociación en un “mercado o sistema organizado de contratación”; por su parte, el CP prescribe que la información debe ser relevante para valores o instrumentos negociados “en algún mercado organizado, oficial o reconocido”¹⁵⁹. Veamos, pues, si pese a esta diferencia terminológica el ámbito de aplicación de ambas disposiciones es el mismo o si, por el contrario, aluden a sistemas de contratación diferenciados.

Así, por mercado o sistema **organizado** de contratación debe entenderse, a los efectos de la norma administrativa, como aquél que *goza de reconocimiento oficial y que está sometido a la supervisión y control del órgano de tutela del mercado, esto es, la CNMV* erigida como una Administración independiente en la medida en que constituye un órgano dotado de potestades de ordenación para la realización de funciones de regulación sectorial, no general. En este sentido, pues, como Administración independiente que es, la CNMV se caracteriza por pertenecer a la Administración pública, por ser una autoridad y, finalmente, por su independencia respecto del conjunto del aparato administrativo del Estado. De esta forma, el mercado organizado es aquel en el que las condiciones en que se desarrollan las negociaciones no son establecidas libremente por las partes (como ocurre en los mercados libres), sino que deben ajustarse a unas reglas previamente establecidas; además, este tipo de mercados se caracteriza por la publicidad de los precios y por ser el ámbito de negociación de futuros sobre activos financieros, títulos de renta fija (bonos públicos y privados) o títulos de renta variable (acciones).

¹⁵⁹ FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 102, sostiene que la referencia típica a cualquier mercado organizado, oficial o reconocido, constituye un concepto jurídico indeterminado que debe ser dotado de significado a través del Derecho mercantil.

Por su parte, hay quienes entienden que la norma penal abarca el *mercado primario de valores y los mercados secundarios*, v. gr., las bolsas de valores, el mercado de Deuda Pública Anotada, los mercados de futuros y opciones y el mercado secundario de renta fija de la asociación de intermediarios financieros^{160 161}. Al respecto, es preciso mencionar que los mercados primarios son aquellos que permiten la colocación de activos que se han emitido por primera vez, es decir, en estos mercados se adquieren activos financieros de primera mano y, por tanto, un título sólo puede ser negociado en ellos una vez; mientras que los mercados secundarios admiten el cambio de titularidad de aquellos activos que ya han sido puestos en circulación y que son legalmente negociables, pero que no tienen como función la obtención de financiación para las empresas, sino la de conseguir liquidez para los instrumentos financieros¹⁶². En este sentido, hay quienes –como *PRIETO del PINO*– sostienen que debe considerarse excluida de la prohibición del art. 285 CP la información relevante para los mercados primarios de valores instrumentos, ya que –a su juicio– el concepto de mercado organizado está indisolublemente ligado al de mercado secundario o de negociación¹⁶³.

A juicio de *FARALDO* la expresión “mercado organizado” hace referencia a la existencia de unas reglas públicas y uniformes de contratación y de mecanismos para la compensación multilateral y liquidación estandarizada de las operaciones contratadas en los mismos, el carácter “oficial” supone supervisión y vigilancia de tipo institucional, mientras que el “reconocimiento” implica una organización en principio privada que es autorizada por los poderes públicos¹⁶⁴.

¹⁶⁰ En este sentido, FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 110; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 239; GONZÁLEZ RUS, en: Cobo del Rosal (dir.), Curso, 1996, 819; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 363 n. 78; MESTRE DELGADO, DP PE, 2001, 358; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 135; BAUCELLS LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), Comentarios, 2004, 1057; por su parte, HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 197, excluye del ámbito de aplicación del art. 285 CP al mercado primario de valores por tratarse de un mercado libre, y a los mercados organizados no reconocidos.

¹⁶¹ A juicio de GONZÁLEZ RUS, en: Cobo del Rosal (dir.), Curso, 1996, 819, un **mercado organizado reconocido** lo es el mercado secundario de renta fija de la Asociación de Intermediarios Financieros (art. 77 LMV).

¹⁶² Cfr. PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 67, 68.

¹⁶³ Cfr. PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 334; así también, HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 197.

¹⁶⁴ FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 102.

Por su parte, *QUERALT* sostiene que si por **mercado oficial** se entiende a los organizados por entes públicos, tales no existen en España, ya que el Estado sienta las bases jurídicas para que las corporaciones privadas, de base privada, organicen el marco físico de la cotización de los valores para las que han sido creadas, pero tanto las aportaciones dinerarias como el soporte de las sociedades administradoras de los mercados son exclusivamente privados. En consecuencia –sostiene– por oficiales hay que entender los mercados privados reconocidos por el Estado (administración central o autónoma) y supervisados por él¹⁶⁵. La alusión a los mercados **reconocidos** carece –a juicio del citado autor– de interés, pues el mercado o es de los previstos en la LMV o es ilegal, y lo ilegal difícilmente puede gozar de reconocimiento y protección jurídica¹⁶⁶.

En cualquier caso, con la exigencia típica de que la información privilegiada sea utilizada o suministrada en algún mercado organizado, sea oficial o reconocido, se pretende dejar fuera del ámbito de aplicación de la norma penal, a las operaciones de iniciados realizadas en mercados que no estén autorizados o regulados para esa negociación, o en el mercado negro¹⁶⁷.

En conclusión, el ámbito de aplicación de la ley penal es más amplio que el de la norma administrativa, lo cual ha sido criticado por quienes invocan el carácter de *ultima ratio* del Derecho penal¹⁶⁸.

¹⁶⁵ Cfr. QUERALT JIMÉNEZ, DPE PE, 1996, 475.

¹⁶⁶ QUERALT JIMÉNEZ, DPE PE, 1996, 475.

¹⁶⁷ En este sentido, BAUCCELLS LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), Comentarios, 2004, 1057.

¹⁶⁸ Así, HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 190; en contra, PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 335, entiende que fórmula elegida por el legislador penal merece una valoración globalmente positiva, por cuanto coadyuva a configurar un tipo de lo injusto acorde con el bien jurídico protegido, atento a sus necesidades reales de protección y respetuoso, a la vez, con el principio de fragmentariedad.

4.4) El concepto de información privilegiada del art. 442 CP y su aplicabilidad al delito de iniciados

A diferencia del art. 285 CP, el legislador español sí que adoptó un concepto de información privilegiada en el art. 442 CP, ubicado sistemáticamente en el ámbito de los delitos contra la Administración pública, siendo poco comprensible tal preferencia, sobre todo si se defiende la idea de que ambos tipos penales están orientados a la protección de bienes jurídicos heterogéneos y que los objetos materiales a que se refieren están dirigidos a ámbitos de distinta naturaleza¹⁶⁹. La cuestión que aquí se plantea es la de si el concepto de información privilegiada recogido en el art. 442 CP puede aplicarse al objeto material del *insider trading* o si, por el contrario, se trata de dos conceptos autónomos con sus propias características. Tal discusión sería irrelevante si no fuera porque en la descripción típica del art. 442 CP el concepto de información privilegiada contiene algunos elementos que no están expresamente establecidos en la LMV, instrumento este al que –según la doctrina mayoritaria– hay que recurrir para realizar una acertada labor exegética del objeto material del art. 285 CP, aunque a juicio de algunos estas diferencias terminológicas carecen de relevancia, pues en términos generales el concepto asumido por el art. 442 CP coincide sustancialmente con el de la LMV¹⁷⁰. Veamos, pues, de qué elementos se compone el concepto normativo de información privilegiada regulado en el ámbito de los delitos (de funcionarios) contra la Administración Pública.

4.4.1) Elementos de la “información privilegiada” del art. 442 CP

Por disposición expresa del art. 442, párrafo 2º CP la información privilegiada en el ámbito de la función pública debe reunir al menos los siguientes elementos, a saber: a) información de carácter concreto, b) que se haya adquirido por razón del oficio o cargo

¹⁶⁹ Vid. QUERALT JIMÉNEZ, DPE PE, 1996, 476; ROBLEDO VILLAR, Delitos contra el patrimonio, 1997, 399; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, en: Bacigalupo (dir.), Curso, 2005, 365.

¹⁷⁰ Así, LÓPEZ PEREGRÍN, APen, 1993, 434, en alusión al concepto de información privilegiada introducido en el art. 368 CP por LO 9/91, de 22 marzo (BOE No. 74 de 27 marzo); RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 341; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 182; MUÑOZ CONDE, DP PE, 2004, 520. En contra, LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, en: Bacigalupo (dir.), Curso, 2005, 365.

público y, c) que no haya sido notificada, publicada o divulgada¹⁷¹. Es evidente, pues, que tal concepto no es idéntico al adoptado por la LMV, aunque hay que admitir su gran similitud, por lo que creemos necesario analizar los requisitos de este elemento normativo en el ámbito de los delitos contra la Administración pública y así poder determinar si es asumible –a la luz del principio de legalidad– para la labor interpretativa del objeto material de las operaciones de iniciados.

4.4.1.1) Información de carácter concreto

A diferencia de la noción de información privilegiada contenida en la LMV que establece expresamente que los datos han de estar referidos a valores o instrumentos negociados o a los emisores, el art. 442 CP sólo requiere que se trate de una información “de carácter concreto”, sin especificar cuál es el objeto sobre el que deben recaer los datos reservados. En términos generales, la exigencia de concreción tiene el mismo efecto en ambas regulaciones, esto es, la exclusión de los simples rumores, datos indeterminados e informaciones difusas¹⁷²; no obstante, en este punto la formulación del art. 442 CP es mucho más amplia que el concepto de información privilegiada recogido en la LMV, lo cual es lógico si tenemos en cuenta que el ámbito de aplicación del delito del art. 442 CP es precisamente el de la función pública que, además del mercado bursátil, incluye otros sectores de la administración, v. gr., los funcionarios de ayuntamientos, ministerios, etc. En consecuencia, la información privilegiada proscrita a los funcionarios o autoridades es aquella referida a datos concretos de un sector de actividad que eventualmente puede proporcionarles beneficios económicos. Desde esta perspectiva, pues, una información no pública sobre la recalificación de terrenos constituye –a los efectos del art. 442 CP– una información privilegiada¹⁷³, pero no es

¹⁷¹ Hay quienes incluyen un 4º requisito como es que el conocimiento de la información sea apto y represente una ventaja para la obtención de un beneficio económico. Cfr. al respecto, LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, en: Bacigalupo (dir.), Curso, 2005, 347; MORALES PRATS/RODRÍGUEZ PUERTA, Comentarios, 2007, 1308; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 182.

¹⁷² Así, MUÑOZ CONDE, Uso indebido de información privilegiada, 1991, 33, 34, respecto del uso de información privilegiada por funcionario en el antiguo art. 368 CP (introducido por LO9/1991, 22 de marzo).

¹⁷³ En este sentido, sirve como ejemplo el caso juzgado en la STS de 19 mayo de 1989, en el que un Alcalde a sabiendas de que el grupo mayoritario del Ayuntamiento había decidido aprobar la construcción de una lujosa urbanización en unos terrenos baldíos, y consciente de que tal decisión sería aprobada con toda seguridad en la próxima sesión plenaria, compra a bajo precio dichos terrenos antes de que la noticia se haga pública y posteriormente construye un hotel.

jurídico-penalmente relevante en materia de *insider trading*, salvo que se tratara de terrenos valiosos pertenecientes a una compañía emisora de títulos. Lo anterior demuestra que ambas disposiciones están pensadas para distintos escenarios, por lo que, adelantando nuestras conclusiones, pese a la gran similitud de conceptos, la noción de información privilegiada del art. 442 CP no es aplicable a la interpretación del objeto material del delito de iniciados.

4.4.1.2) Información conocida por razón del oficio o cargo

Esta exigencia convierte al tipo del art. 442 CP en un delito especial, ya que el círculo de sujetos de la prohibición está limitado sólo a quienes acceden al conocimiento de la información privilegiada en virtud de su posición funcional, lo cual ha sido equiparado al hecho de que la prohibición penal del *insider trading* se dirige únicamente a quienes han tenido acceso reservado a la información en el ejercicio de su actividad profesional o empresarial. Esta similitud en cuanto a la forma de acceder a la información denota –a juicio de algunos– que el concepto acuñado en el art. 442 CP es perfectamente aplicable al art. 285 CP, con independencia de que el primero restrinja la aplicación de dicha definición al ámbito de la función pública al prescribir que “a los efectos de este artículo (...)”¹⁷⁴. A mi juicio, aunque ambos preceptos describen de forma similar los mecanismos de acceso a la información, lo cierto es que no podemos obviar los distintos escenarios en que actúa el sujeto activo: así, mientras la referencia al oficio o cargo incumbe al ámbito (a todo el ámbito, pero también sólo al ámbito) de la función pública, el ejercicio de una actividad profesional o empresarial se circunscribe sólo al terreno del mercado de valores, pero con independencia de si está implicada o no la función pública, lo que sin duda alguna podría tener mayor incidencia en materia de concursos.

¹⁷⁴ En este sentido, MUÑOZ CONDE, *Uso indebido de información privilegiada*, 1998, 12; DP PE, 1999, 495; DP PE, 2004, 520; JERICÓ OJER, *Utilización de información privilegiada*, 2002, 185.

4.4.1.3) Información que no haya sido notificada, publicada o divulgada

Con este requisito, el legislador pretende reforzar la idea de que el uso de una información no pública supone una conducta abusiva en el ejercicio del cargo, precisamente por la ventaja cognoscitiva que tiene el funcionario respecto del resto de ciudadanos. Al igual que el requisito antes analizado, este elemento también se entiende incorporado en el art. 285 CP, aunque en este caso se argumenta su similitud con la exigencia del “acceso reservado” prevista en el delito de iniciados. Esta supuesta equiparación tiene especial relevancia en cuanto al momento en que una información debe considerarse pública y, por consiguiente, susceptible de ser utilizada por los iniciados. Veamos, pues, si las características de publicidad presentes en ambos textos son comunes o si, por el contrario, contienen requisitos adicionales.

Desde el punto de vista gramatical, la **notificación** de la información supone el cumplimiento de ciertas formalidades al momento de comunicar una resolución; la **publicación** alude a la difusión de una noticia por cualquier medio (v. gr., televisión, radios, periódicos, etc) y, finalmente, la **divulgación** no es más que la publicación de un acontecimiento. Pues bien, ninguna de estas exigencias está presente en el texto del art. 285 CP, aunque la LMV sí que habla de información “que no se haya hecho pública”; pero en cualquier caso ambas descripciones deben superar el problema que implica el determinar cuándo una información es pública, no privilegiada por tanto. Podría interpretarse que el art. 442 CP es más restrictivo en cuanto al carácter confidencial de la información por cuanto exige que la misma no haya sido notificada; sin embargo, este requisito no marca una diferencia sustancial en cuanto al contenido de ambos preceptos, pues su presencia es sólo alternativa no acumulativa, esto es, el concepto de información (no) privilegiada del art. 442 CP no exige que la información haya sido notificada y, además, publicada, sino que bastará sólo con la publicación de la misma sin que sea preciso el cumplimiento de formalidad alguna. En este sentido, la aplicación del concepto de información privilegiada del art. 442 CP al delito de iniciados más bien implicaría una interpretación *laxa* del objeto material, pues –desde esta perspectiva– bastaría con que la información hubiera sido formalmente notificada para negar su carácter privilegiado y, en consecuencia, los iniciados podrían utilizar dicha información con independencia de si la misma ha estado o no a disposición del público inversor.

4.4.1.4) ¿Aptitud de la información para la obtención de un beneficio económico?

Como hemos anticipado, un sector de la doctrina entiende que la información privilegiada del art. 442 CP requiere que los datos sean suficientemente idóneos para la obtención de un beneficio económico; sin embargo, a diferencia de los otros elementos, este requisito no está previsto expresamente en el concepto de información privilegiada que ofrece el art. 442 CP, sino que solamente incrimina el uso de información privilegiada *con ánimo* de obtener un beneficio económico para sí o para terceros. En este sentido, podría argumentarse que el establecimiento de un especial elemento subjetivo, como es el ánimo de lucro, condiciona la existencia de la información privilegiada a que ésta sea idónea para la obtención un beneficio económico; aunque – como sugiere *JERICÓ*– también podría interpretarse que la exigencia del conocimiento de la información por razón de la profesión u oficio es precisamente lo que denota su idoneidad para producir el beneficio económico¹⁷⁵. A mi juicio, esta última interpretación no es sostenible, ya que la restricción del círculo de sujetos activos del delito a aquellos que hubieran obtenido la información en el ejercicio de su profesión u oficio no conlleva necesariamente afirmar su idoneidad para obtener ventajas patrimoniales, dicho de otro modo: no toda información a la que se haya tenido acceso por razón de la profesión u oficio es por sí misma idónea para procurarse ganancias.

Otra vía de interpretación sugerida por la doctrina para admitir este elemento dentro del concepto de información privilegiada del art. 442 CP es el recurso a la LMV como instrumento de referencia para la exégesis del delito incriminado en este precepto. En tal sentido, se defiende que, al estar contemplado este requisito en el concepto de información privilegiada recogido con carácter general en la LMV, entonces vale también para la interpretación de la noción de información privilegiada en el ámbito jurídico-penal, lo cual no era posible bajo antigua redacción del art. 81.3 LMV que limitaba el concepto a la aplicación de la normativa administrativa al establecer que “a los efectos de la presente Ley, se entiende por información privilegiada (...)”¹⁷⁶.

¹⁷⁵ Así, *JERICÓ OJER*, Utilización de información privilegiada, 2002, 183, 184.

¹⁷⁶ Cfr. *JERICÓ OJER*, Utilización de información privilegiada, 2002, 183.

4.4.2) Toma de posición

Como hemos anticipado, entendemos que el concepto de información privilegiada del art. 442 CP no es aplicable al objeto material del art. 285 CP, pese a la concurrencia de elementos comunes, v. gr., el acceso privilegiado a la información o la necesaria idoneidad de la misma para la obtención de beneficios económicos. En este sentido, dos son los elementos que no permiten tomar referente al objeto material del art. 442 CP; así, por un lado, el carácter concreto de la información a que alude el precepto no coincide – por ser más amplio– con el carácter preciso de la información exigido por el art. 285 CP, que se circunscribe el ámbito de los “valores o instrumentos negociados en un mercado organizado, oficial o reconocido”, mientras que en el art. 442 CP encajan otras informaciones ajenas al mercado bursátil, v. gr., las decisiones sobre proyectos urbanísticos y, por otro lado, el requisito del art. 442 CP relativo a que la información hubiera sido notificada, publicada o divulgada, amplía sustancialmente las posibilidades de que un iniciado opere en el mercado de valores sin incurrir en *insider trading*, ya que una información que ha sido **notificada** dejaría de ser privilegiada, y esto con independencia de si ha sido ampliamente difundida en medios de comunicación oficial.

5. Estructura típica del *insider trading*

En este apartado nos disponemos a realizar un breve análisis sobre la estructura típica del delito de uso de información privilegiada, atendiendo fundamentalmente a la clasificación de los tipos según el modo de afectación del bien jurídico y la conducta o el resultado típico. En ambos casos, la determinación de la estructura del delito que analizamos tiene especial relevancia por los efectos prácticos que produce en ámbitos como las formas imperfectas de ejecución o la relación de causalidad e imputación objetiva. Previamente a la toma de posición sobre la estructura que –a nuestro juicio– adopta *de lege lata* el uso de información privilegiada, consideramos necesario exponer *grosso modo* las caracterizaciones utilizadas por la doctrina para distinguir entre las clases de tipos.

5.1 ¿Delito de lesión o de peligro?

Con relación a la estructura típica del uso de información privilegiada la doctrina se encuentra dividida. Por un lado, hay quienes sostienen que el tipo está configurado como un *delito de peligro*¹⁷⁷, ya que al protegerse un bien de naturaleza colectiva la técnica de protección es, por definición, la del peligro presunto (según terminología casi abandonada en la actualidad)^{178 179}. A esta conclusión llegan quienes niegan que los

¹⁷⁷ MARTÍN PALLÍN, CuadDJ (14), 1997, 152; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 202; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, en: Bacigalupo (dir.), Curso, 2005, 366; III Jornadas, UNED, 2006; EIRANOVA ENCINAS, Abuso de mercado, 2005, 647; BENÍTEZ ORTÚZAR, Relevancia jurídico penal del insider trading, 2005, 96, entiende que sólo frente a la modalidad del “suministro” puede hablarse de un delito de peligro. Más concretamente defienden la configuración del delito de iniciados como un tipo de peligro abstracto, entre otros, CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 230; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 192; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 406, 407, 410, 431, 432; ARROYO ZAPATERO, RP, 1998, 8; HORMAZÁBAL MALARÉE, El uso de información privilegiada, 2004, 504; QUINTANAR DÍEZ, CPC (88), 2006, 163 n. 12, 166, 170, 175; JAÉN VALLEJO, CPC (97), 2009, 123; en la jurisprudencia, la SAP de Madrid núm. 768/2009, de 17 de julio; OTTO, Der Missbrauch von Insider-Informationen, 1994, 451; así tb., con relación al *insider trading* regulado en el § 14 de la WpHG alemana, IMMENGA, ZBB (2), 1995, 202; WEBER, BB (4), 1995, 163; SCHNEIDER/BURGARD, ZIP (10), 1999, 387; VOLK, BB (2), 1999, 68; ALTENHAIN, Kölner Kommentare zum Unternehmens, 2007, 2471; KUDLICH/NOLTENSMEIER, Wistra (4), 2007, 125. Parece concebir el tipo del art. 285 CP como un delito de peligro, GÓMEZ PAVÓN, ICADE (42), 1997, 254 n. 50. En contra, TERRADILLOS BASOCO, Empresa y Derecho penal, 2001, 230; Protección penal del mercado financiero, 1998, 170, 175; SUÁREZ GONZÁLEZ, Compendio, 1998, 551, 552, expresa que en el art. 285 CP el legislador no creó un delito de peligro abstracto. Otros autores proponen *de lege ferenda* la creación de un tipo de peligro, por entender que *de lege lata* el *insider trading* no adopta esta estructura, así, entre otros, BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 369, 370; BAJO FERNÁNDEZ, Uso de información privilegiada, 1999, 644; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 525; MUÑOZ CONDE, DP PE, 2004, 522. También sugieren la creación de tipos de peligro en el ámbito económico, PEDRAZZI, El bien jurídico en los delitos económicos, 1985, 296, para quien en el ámbito financiero es preferible construir tipos de peligro concreto; así tb., AUGER LIÑAN, PJ, 1988, 228, se inclina por establecer -en el ámbito financiero- delitos de peligro concreto dada las dificultades que supone la prueba de los perjuicios; respecto del delito de iniciados en la legislación italiana, FOFFANI, Tutela penal del mercado, 1995, 513, clasifica el modelo de incriminación como de peligro presunto.

¹⁷⁸ Así, expresamente, HORMAZÁBAL MALARÉE, El uso de información privilegiada, 2004, 504; OTTO, Der Missbrauch von Insider-Informationen, 1994, 451; defiende que el medio más idóneo para la protección de bienes jurídicos colectivos es el delito de peligro abstracto; así tb., RODRÍGUEZ MONTAÑÉS, Información privilegiada, en: El País, jueves 28 de noviembre de 1996; en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 493; TIEDEMANN, CPC, 1986, 67; Poder Económico, 1985, 36, plantea que en los delitos económicos no sólo es la facilidad de la prueba la razón para el establecimiento de delitos de peligro abstracto, sino también la necesidad de proteger bienes jurídicos supraindividuales respecto de los cuales no es imaginable otra configuración típica. No obstante, hay que aclarar que el autor relaciona el peligro con los bienes jurídicos individuales, pues entiende que los bienes colectivos son lesionados con la conducta. Parecen relacionar la protección de bienes jurídicos supraindividuales con los delitos de peligro abstracto, MUÑOZ CONDE, Teoría, 2007, 100, 101; MUÑOZ CONDE/GARCÍA ARÁN, DP PG, 2004, 303; QUINTANAR DÍEZ, CPC (88), 2006, 168, 173; DEL ROSAL BLASCO, Mercado bursátil, 2004, 1178; IÑIGO CORROZA, Uso de información privilegiada, 2003, 285; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, DP PG II, 2002, 128; CEREZO MIR, RDPCr, 2002, 55; JIMÉNEZ DE ASÚA, Tratado, 1963, 473, 474, habla de delitos de peligro común o general (*Gemeinfährlichdelikte*) cuando se pone en peligro la vida o la salud de un número indeterminado de personas; MAYO CALDERÓN, La tutela de un bien jurídico colectivo, 2005, 105, 125, sugiere que los delitos que protegen bienes jurídicos colectivos, al igual que aquellos que tutelan intereses individuales, pueden configurarse como tipos de lesión, de peligro concreto

tipos que protegen bienes jurídicos colectivos puedan configurarse como delitos de lesión¹⁸⁰. Por el contrario, otro sector considera que estamos frente a un *delito de lesión*, precisamente por la exigencia de la obtención de un beneficio o la causación de un perjuicio superior a 600.000 euros¹⁸¹. Al respecto, es preciso mencionar que algunos autores identifican los delitos de lesión con los delitos de resultado y, por esa razón, entienden que la exigencia de un resultado material es incompatible con la estructura de los delitos de peligro, lo cual conlleva a confusiones en la labor interpretativa, por lo que creemos necesaria una aclaración al respecto¹⁸².

Finalmente, un sector minoritario ha defendido que la configuración del *insider trading* en el art. 285 CP obedece a la estructura de un tipo mixto de *lesión-peligro abstracto*, esto es, lesión del bien jurídico “principio de igualdad” y peligro abstracto para el bien jurídico de la confianza del inversor en el correcto funcionamiento del mercado de

o de peligro abstracto. En contra de la protección de bienes jurídicos colectivos a través de tipos de peligro abstracto, MÉNDEZ RODRÍGUEZ, *Los delitos de peligro*, 1993, 44, 162, 236, señala la conveniencia dogmática de recurrir a los delitos de peligro concreto, pues a su juicio esta estructura presenta menos objeciones.

¹⁷⁹ *Vid.* al respecto, la contribución de TORÍO LÓPEZ, ADPCP, 1981, 828. Para CORCOY BIDASOLO, *Protección de bienes jurídico-penales supraindividuales*, 2008, 382, 383, la conversión de los delitos de peligro abstracto en delitos de peligro hipotético o presunto infringe el principio de lesividad o antijuridicidad material e impide diferenciar entre infracciones administrativas y penales.

¹⁸⁰ En este sentido, RODRÍGUEZ MOURULLO, PJ, 1988, 247; GÓMEZ INIESTA, *La utilización abusiva de información privilegiada*, 1997, 406, 409; HEFENDEHL, *Anales*, 2001, 150, 155. En contra, CORCOY BIDASOLO, *Protección de bienes jurídico-penales supraindividuales*, 2008, 369, 376, 383, entiende que, en la configuración típica de los delitos que protegen bienes jurídicos colectivos, carece de sentido la denominación de delitos de peligro abstracto, por cuanto dichos bienes son *lesionados* con la realización de la conducta típica.

¹⁸¹ Así, RUÍZ RODRÍGUEZ, *Protección penal del mercado de valores*, 1997, 344; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 525; LUZÓN CÁNOVAS, *Abuso de información privilegiada*, 2005, 9; GONZÁLEZ CUSSAC, CPC (37), 1989, 142, sugería (*de lege ferenda*) la configuración del *insider trading* como un delito de lesión; JERICÓ OJER, *Utilización de información privilegiada*, 2002, 202, entiende que sólo podría hablarse de un delito de lesión si se concibiera que el bien jurídico primario en este delito es el deber de lealtad y de confianza que debe regir en este ámbito, pero esta clasificación – advierte – no se debe a que el tipo exige un perjuicio patrimonial o un beneficio, “sino porque lesiona o quebranta directamente al deber interno de lealtad”. En contra de la estructura del *insider trading* como delito de lesión, GÓMEZ INIESTA, *La utilización abusiva de información privilegiada*, 1997, 406, 432.

¹⁸² En este sentido, OCTAVIO DE TOLEDO Y UBIETO/HUERTA TOCILDO, DP PG, 1986, 164, destacan que la distinción entre delitos de lesión y peligro, no coincide con la distinción entre delitos de resultado y de mera actividad; así tb., ORTS BERENGUER/GONZÁLEZ CUSSAC, *Compendio*, 2004, 159. Por su parte, CUELLO CONTRERAS, PG, 2002, 522, 525, sostiene que los delitos de lesión son delitos de resultado; así tb., RUIZ RODRÍGUEZ, *Protección penal del mercado de valores*, 1997, 345.

valores¹⁸³. Antes de manifestar nuestra postura sobre la configuración típica del delito de iniciados, conviene hacer referencia al esquema que nuestro juicio refleja con mayor claridad la estructura de los tipos penales en general y, en particular, del delito objeto de este trabajo, ya que sólo un correcto entendimiento sobre la clasificación de los tipos en atención a su estructura, nos permitirá llegar a soluciones coherentes.

Así pues, atendiendo al bien jurídico y su modo de afectación, los delitos pueden ser – como señala *LUZÓN PEÑA* o *MAURACH*– de lesión o de peligro (concreto o abstracto). Los primeros implican la efectiva lesión o menoscabo del bien jurídico; mientras que los delitos de peligro –al suponer un adelantamiento de las barreras de protección– se consuman con el simple peligro¹⁸⁴. Los delitos de lesión (*Verletzungdelikte*), no obstante, pueden ser a su vez delito de resultado (material o ideal) o delitos de mera conducta (activa u omisiva)¹⁸⁵. Ahora bien, puede haber delitos de resultado que, sin embargo, sean delitos de peligro (concreto o abstracto) para un bien jurídico, aunque normalmente los delitos de peligro abstracto suelen ser tipos de mera conducta^{186 187}.

¹⁸³ Siguiendo en esta línea, FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 133; en parecidos términos, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (dir.), Comentarios, 1996, 1383; DP PE, 2004, 583; DPE, 2005, 294; DP PE, 2008, 487, señala que las conductas prohibidas a través del art. 285 CP lesionan –en su abstracción conceptual– el bien jurídico de la libre participación de los inversores en el mercado, pero al mismo tiempo pone en peligro bienes jurídicos “individualizables”, que son los que deben servir como criterio de interpretación del tipo; VOLK, BB (2), 1999, 68, al referirse al delito de iniciados en la regulación alemana, hace alusión a un delito de peligro que se adelanta a la lesión o puesta en peligro de bienes jurídicos individuales, pero que protege el funcionamiento de la Bolsa, particularmente, la igualdad de oportunidades en el acceso a la información. En el plano general, la posibilidad de apreciar delitos con esta configuración típica es admitida por varios autores, así, entre otros, MAURACH, Tratado, 1962, 277; BARBERO SANTOS, ADPCP, 1973, 491; CUELLO CALÓN, DP PG, 1980, 312; RODRÍGUEZ MONTAÑÉS, en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 493; Delitos de peligro, 1994, 303; LUZÓN PEÑA, Curso, 1997, 314; MATA Y MARTÍN, Bienes jurídicos intermedios, 1997, 76 ss.

¹⁸⁴ Vid. SAINZ CANTERO, Lecciones, 1990, 549; RODRÍGUEZ DEVESA/SERRANO GÓMEZ, DP PG, 1995, 427; JESCHECK/WEIGEND, Tratado (Trad. Olmedo Cardenete), 2002, 278.

¹⁸⁵ Así, MIR PUIG, DP PG, 2004, 225; ZUGALDÍA ESPINAR, DP PG, 2004, 469; ANTOLISEI, Manuale di Diritto Penale, 1991, 230. (cit. por ACALE SÁNCHEZ, Delitos de mera actividad, 2000, 18).

¹⁸⁶ Cfr. LUZÓN PEÑA, Curso, 1997, 312 ss, expresa que en los delitos de peligro abstracto que exigen un resultado, como en la “posesión” de drogas para traficar, la acción y el resultado requerido sólo implican un peligro genérico para el bien jurídico; RODRÍGUEZ DEVESA/SERRANO GÓMEZ, DP PG, 1995, 427, entienden que, en los delitos de peligro, la situación peligrosa es, a su vez, *resultado* de la acción del sujeto; RODRÍGUEZ MONTAÑÉS, Delitos de peligro, 1994, 143 ss; en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 494, sostiene que en los delitos de peligro concreto, la producción del peligro es ya un tipo de resultado; OCTAVIO DE TOLEDO Y UBIETO/HUERTA TOCILDO, DP PG, 1986, 164, expresan que los delitos de peligro abstracto pueden ser o no de resultado naturalístico, mientras que los de peligro concreto siempre tendrán un resultado naturalístico derivado de la acción; en el mismo sentido, LAURENZO COPELLO, El resultado, 1992, 28, 119; CEREZO MIR, RDPCr, 2002, 48; ARÁUZ ULLOA, El delito de omisión, 2006, 202.

Como se ha anticipado, los delitos de peligro (*Gefährungsdelikte*) se consuman en el momento en que se realiza la acción peligrosa, es decir, se castiga la conducta en un estadio previo a la lesión del bien jurídico. En la doctrina es unánime la clasificación de éstos en delitos de peligro concreto (*directo*), caracterizados por la exigencia de que la acción debe producir un “*resultado* de concreto peligro de lesión inmediata o próxima para algún bien jurídico (que estuvo próximo o a punto de lesionarse)” y, delitos de peligro abstracto (*indirecto*), en los que –a diferencia de los primeros– la conducta no requiere un peligro de lesión inmediata, sino que basta con que la conducta sólo sea peligrosa en general para un bien jurídico¹⁸⁸.

El recurso a los tipos de peligro abstracto ha sido fuertemente cuestionado por un sector doctrinal por considerar que con esta estructura típica se infringe, en primera línea, el principio de lesividad propio del Derecho penal de todo Estado democrático, pues –a juicio de este sector– por medio de estos tipos se castigan conductas que adolecen de un peligro real para bienes jurídicos, es decir, se castigan simples infracciones sin un

¹⁸⁷ JESCHECK/WEIGEND, Tratado (Trad. Olmedo Cardenete), 2002, 283, entienden que los delitos de peligro son delitos de actividad, “cuyo merecimiento de pena descansa sobre la *peligrosidad general* de la acción típica para determinados bienes jurídicos” (cursiva en el texto original). En el mismo sentido, CUELLO CONTRERAS, PG, 2002, 522, 525, sostiene que los delitos de peligro abstracto son siempre tipos de mera actividad; mientras que los delitos de peligro concreto son tipos de resultado; RODRÍGUEZ MONTAÑÉS, en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 494, señala que los delitos de peligro concreto son delitos de resultado, mientras que los de peligro abstracto son tipos de mera conducta; ZUGALDÍA ESPINAR, DP PG, 2004, 474, expresa que los delitos de peligro abstracto no se diferencian –en su estructura típica objetiva– con los delitos de simple actividad. En contra, BARBERO SANTOS, ADPCP, 1973, 490, expresa que los delitos de peligro abstracto pueden ser de mera actividad o de resultado; LAURENZO COPELLO, El resultado, 1992, 122-125, expresa que si bien los delitos de peligro abstracto suelen ser de mera conducta (v. gr., la conducción bajo la influencia de bebidas alcohólicas), tampoco se puede negar la existencia de un “resultado típico” en los delitos de peligro abstracto que exijan una modificación del mundo exterior ocasionada por la acción.

¹⁸⁸ Cfr. MEZGER, DP PG, 1957, 150; MAURACH, Tratado, 1962, 277, 278; DEL ROSAL, Tratado, 1978, 559, 560; DP, 1954, 364; BARBERO SANTOS, ADPCP, 1973, 488, 489; TIEDEMANN, Poder Económico, 1985, 36; OCTAVIO DE TOLEDO Y UBIETO/HUERTA TOCILDO, DP PG, 1986, 164, 165; PUIG PEÑA, DP PG, 1988, 264; SAINZ CANTERO, Lecciones, 1990, 549; MÉNDEZ RODRÍGUEZ, Los delitos de peligro, 1993, 129 ss, 211 ss; RODRÍGUEZ DEVESA/SERRANO GÓMEZ, DP PG, 1995, 427; LUZÓN PEÑA, Curso, 1997, 314; JESCHECK/WEIGEND, Tratado (Trad. Olmedo Cardenete), 2002, 283; CUELLO CONTRERAS, PG, 2002, 522, 523; CEREZO MIR, RDPCr, 2002, 47, 48; MIR PUIG, DP PG, 2004, 233, 234; ORTS BERENGUER/GONZÁLEZ CUSSAC, Compendio, 2004, 158, 159; ZUGALDÍA ESPINAR, DP PG, 2004, 470, 471, 474-484; STRATENWERTH, DP PG I, 2005, 127; CUELLO CALÓN, DP PG, 1980, 312, destaca la existencia de delitos de peligro común para un grupo indeterminado de sujetos y, delitos de peligro individual que amenazan a una persona.

contenido material de antijuridicidad, razón por la cual han sido bautizados con la denominación de “delitos formales”¹⁸⁹.

5.2) ¿Delito de resultado o de mera actividad?

El establecimiento del límite cuantitativo aludido ha sido invocado por un sector doctrinal para fundamentar la existencia de un *delito de resultado*. En este sentido, se ha afirmado que el *insider trading* está configurado como un delito de resultado patrimonial, consistente en la obtención de un beneficio (como enriquecimiento injusto por abuso de posición) o causación de perjuicios¹⁹⁰. Por el contrario, hay quienes –como *RODRÍGUEZ MOURULLO*, *MARTÍN PALLÍN* o *ALTENHAIN*– sugieren la configuración de este tipo como un delito de mera conducta¹⁹¹. La determinación de la

¹⁸⁹ Para mayores detalles sobre las críticas alegadas contra los delitos de peligro abstracto, *vid.* BARBERO SANTOS, ADPCP, 1973, 487, 488; MÉNDEZ RODRÍGUEZ, Los delitos de peligro, 1993, 39 ss, 154 ss; OTTO, Der Missbrauch von Insider-Informationen, 1994, 454; MENDOZA BUERGO, Delitos de peligro abstracto, 2001, 80 ss; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, DP PG II, 2002, 128 ss; MUÑOZ CONDE/GARCÍA ARÁN, DP PG, 2004, 303; MUÑOZ CONDE, Teoría, 2007, 99 ss; RODRÍGUEZ DEVESA/SERRANO GÓMEZ, DP PG, 1995, 427, 428, admiten -como mucho- el establecimiento de delitos de peligro concreto, aunque afirma que el peligro abstracto puede constituir el *motivo* que induce al legislador a incriminar determinada conducta; así tb., conciben el peligro abstracto como *ratio legislatoris*, TORÍO LÓPEZ, ADPCP, 1981, 827; MÉNDEZ RODRÍGUEZ, Los delitos de peligro, 1993, 134; CUELLO CONTRERAS, PG, 2002, 522 ss; CERESO MIR, RDPCr, 2002, 47; ZUGALDÍA ESPINAR, DP PG, 2004, 473-478.

¹⁹⁰ Así, LÓPEZ PEREGRÍN, APen, 1993, 434; FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 118; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (dir.), Comentarios, 1996, 1383; LÓPEZ GARRIDO/GARCÍA ARÁN, La voluntad del legislador, 1996, 144; HERRERO HERRERO, Introducción, 1996, 375; JIMÉNEZ VILLAREJO, Delitos societarios, 1996, 30, 31; LANDECHO VELASCO/MOLINA BLÁZQUEZ, DPE PE, 1996, 261; MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 216; ROBLEDO VILLAR, Delitos contra el patrimonio, 1997, 400; RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 344, 345; SUÁREZ GONZÁLEZ, Compendio, 1998, 553; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 369-370; GONZÁLEZ RUS, Compendio, 2000, 517; RODRÍGUEZ RAMOS, Protección penal del mercado financiero, 2001, 540; TERRADILLOS BASOCO, Empresa y Derecho penal, 2001, 230; Protección penal del mercado financiero, 1998, 170, 175; GIMBERNAT, El “caso Alierta”, en: El Mundo (Opinión), 18 diciembre de 2002; LUZÓN CÁNOVAS, Abuso de información privilegiada, 2005, 9; LUZÓN CUESTA, Compendio, 2005, 187; RUBIO LARA, Parte especial, 2006, 83; MESTRE DELGADO, DP PE, 2008, 374, 377; DP PE, 2001, 357, 360; BAUCCELLS LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), Comentarios, 2004, 1058. En la jurisprudencia, cfr. Auto del TS de 10 diciembre de 2004 (Cuestión de competencia núm. 157/2004, JUR 2005/10). En contra, GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 432; QUINTANAR DÍEZ, CPC (88), 2006, 175, sugiere que se trata de un delito de consumación instantánea y no de resultado. En relación con el art. 161 del StGB suizo, FORSTMOSER, ZGR (1), 1989, 140; HURTADO POZO, Der Mißbrauch von Insider-Informationen, 1994, 421; en Alemania, KOHLMANN, Das Strafrecht, 1995, 458, proponía *de lege ferenda* la configuración del delito de iniciados contenido en el § 38 WpHG como un tipo de resultado.

¹⁹¹ Así, *de lege ferenda*, RODRÍGUEZ MOURULLO, PJ, 1988, 247; *de lege lata*, MARTÍN PALLÍN, CuadDJ (14), 1997, 13; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 193, 201, 205; MINGUELL ELEIZALDE, La información privilegiada, 1999, 3997; así tb., en la doctrina alemana, ALTENHAIN, Kölner Kommentare zum Unternehmens, 2007, 2471, defiende que el delito de iniciados regulado en el § 14 de la WpHG está configurado como un delito de mera actividad y de peligro abstracto.

estructura típica de los delitos en general y, particularmente de las operaciones con información privilegiada, tiene –en este ámbito– importantes consecuencias prácticas sobretodo en materias como la relación de causalidad e imputación objetiva, las formas imperfectas de ejecución, los elementos subjetivos del tipo, los delitos activos u omisivos y la autoría, de ahí la importancia de realizar una breve exposición de las características de cada estructura para determinar con precisión cuál de éstas es aplicable al delito del art. 285 CP.

Retomando la exposición sobre la clasificación de los tipos, en atención a la conducta típica y al resultado, los delitos pueden ser de mera actividad (*Reinen Handlungsdelikten*) o de resultado (*Erfolgsdelikten*). En los primeros, el tipo se consuma con la realización de una determinada conducta –activa o pasiva– sin necesidad de producir un resultado distinto de aquélla¹⁹², por lo que –a juicio de *LUZÓN PEÑA*– en estos delitos no cabe la frustración “pues en cuanto se lleva a cabo toda la actividad o toda la conducta omisiva, ya se han consumado”. Aún así, este autor advierte que en los delitos de mera conducta es posible apreciar tentativa inacabada, pese a que un sector doctrinal niega esta posibilidad¹⁹³. De igual forma, admite que en los delitos de omisión pura –pese a las dificultades probatorias– también es conceptualmente posible la tentativa¹⁹⁴. Los delitos de mera actividad, denominados por un sector doctrinal como delitos formales¹⁹⁵, han sido confundidos –según *ACALE*– con auténticos *delitos*

¹⁹² DEL ROSAL, DP, 1954, 363; Tratado, 1978, 558; MEZGER, DP PG, 1957, 149; MAURACH, Tratado, 1962, 276; RODRÍGUEZ MOURULLO, DP PG, 1978, 272-274; CUELLO CALÓN, DP PG, 1980, 312, 313; OCTAVIO DE TOLEDO Y UBIETO/HUERTA TOCILDO, DP PG, 1986, 164; SAINZ CANTERO, Lecciones, 1990, 545; RODRÍGUEZ DEVESA/SERRANO GÓMEZ, DP PG, 1995, 369, 782; ROXIN, DP PG, 1997, 329; ACALE SÁNCHEZ, Delitos de mera actividad, 2000, 1 ss, 319; JESCHECK/WEIGEND, Tratado (Trad. Olmedo Cardenete), 2002, 278; CUELLO CONTRERAS, PG, 2002, 520; MUÑOZ CONDE/GARCÍA ARÁN, DP PG, 2004, 260; ZUGALDÍA ESPINAR, DP PG, 2004, 469; STRATENWERTH, DP PG I, 2005, 125.

¹⁹³ Admite la tentativa en los delitos de mera actividad, MAURACH, Tratado, 1962, 276; ACALE SÁNCHEZ, Delitos de mera actividad, 2000, 314, defiende la posibilidad de apreciar –en general- las formas imperfectas de ejecución en los delitos de mera actividad. Niegan la posibilidad de apreciar tentativa en estos delitos, CUELLO CONTRERAS, PG, 2002, 521; MARTÍN PALLÍN, CuadDJ (14), 1997, 13; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 205; PUIG PEÑA, DP PG, 1988, 264; QUINTANO RIPOLLÉS, NEJ , 1975, 587; CUELLO CALÓN, DP PG, 1981, 579; JIMÉNEZ DE ASÚA, Tratado, 1963, 465, así tb., la jurisprudencia en, STS del 24 de enero de 1991; STS núm. 735/1998 (26 de mayo).

¹⁹⁴ Cfr. *LUZÓN PEÑA*, Curso, 1997, 306 ss.

¹⁹⁵ Asumen esta denominación, DEL ROSAL, Tratado, 1978, 558; DP, 1954, 362; CUELLO CALÓN, DP PG, 1980, 312; PUIG PEÑA, DP PG, 1988, 263. En contra, JIMÉNEZ DE ASÚA, Tratado, 1963, 464, tilda de errónea esta terminología y sugiere, en su lugar, la de delitos de simple actividad.

formales, esto es, con tipos penales carentes de bien jurídico o con formas inidóneas para la afectación del mismo, lo que ha incidido negativamente en la legitimación de esta estructura típica”¹⁹⁶.

En los delitos de resultado (*resultativos, de causación, o materiales*), por su parte, el tipo requiere la producción de un resultado (material o ideal) como consecuencia de la conducta y distinto de ésta, usualmente posterior pero a veces simultáneo a ella, por lo que –como sugiere LUZÓN PEÑA– en estos delitos “cabe perfectamente tanto tentativa como frustración”¹⁹⁷. En este punto, conviene hacer una aclaración respecto del concepto de “resultado”, ya que las confusiones se originan precisamente en este ámbito¹⁹⁸. Así, según el esquema adoptado, hay que distinguir entre el resultado desde una perspectiva *no jurídica* por un lado y, por otro, el resultado desde una perspectiva *jurídica* (penal)¹⁹⁹. En el primer caso, el resultado puede ser material o formal. El resultado material es –a juicio del citado autor– “una modificación del mundo externo perceptible por los sentidos, como la muerte, o un incendio”; en cambio, el *resultado formal (o ideal)* supone un cambio de la realidad inmaterial perceptible lógicamente o sensorialmente, v. gr. la descripción no verás en las falsedades²⁰⁰.

Por su parte, desde una perspectiva jurídica (penal) el resultado se conecta con la afectación del bien jurídico y se concibe, por tanto, como la lesión o puesta en peligro de

¹⁹⁶ ACALE SÁNCHEZ, Delitos de mera actividad, 2000, 4-5. Identifica los delitos de mera actividad con delitos formales, AUGER LIÑÁN, PJ, 1988, 228.

¹⁹⁷ Cfr. DEL ROSAL, Tratado, 1978, 558; DP, 1954, 363; MEZGER, DP PG, 1957, 149; MAURACH, Tratado, 1962, 276; CUELLO CALÓN, DP PG, 1980, 313; OCTAVIO DE TOLEDO Y UBIETO/HUERTA TOCILDO, DP PG, 1986, 164; PUIG PEÑA, DP PG, 1988, 263; SAINZ CANTERO, Lecciones, 1990, 545; LAURENZO COPELLO, El resultado, 1992, 21; RODRÍGUEZ DEVESA/SERRANO GÓMEZ, DP PG, 1995, 369, 370; LUZÓN PEÑA, Curso, 1997, 307 ss; ROXIN, DP PG, 1997, 328; JESCHECK/WEIGEND, Tratado (Trad. Olmedo Cardenete), 2002, 278; CUELLO CONTRERAS, PG, 2002, 521; MUÑOZ CONDE/GARCÍA ARÁN, DP PG, 2004, 260; STRATENWERTH, DP PG I, 2005, 126.

¹⁹⁸ Así, ACALE SÁNCHEZ, Delitos de mera actividad, 2000, 3; DÍEZ RIPOLLÉS, Prólogo, 1992, 13 ss.

¹⁹⁹ Adopta esta distinción, CORCOY BIDASOLO, Protección de bienes jurídico-penales supraindividuales, 2008, 385.

²⁰⁰ Cfr. LUZÓN PEÑA, Curso, 1997, 348 ss.

dicha categoría²⁰¹. Es importante mencionar que la lesión o el peligro referidos pueden ser una consecuencia de la conducta y distinta de ella, pero puede darse el caso en que la conducta misma suponga ya una lesión o un peligro abstracto para el bien jurídico. En consecuencia, como habíamos apuntado, es posible la concurrencia de un tipo de lesión que sea a su vez delito de mera conducta o de resultado, al igual que pueden presentarse tipos de peligro que igualmente requieran un resultado material para su consumación. De esta forma, pues, los **delitos de resultado** exigen, además de un *resultado jurídico* de lesión o puesta en peligro del bien jurídico, un *resultado material o ideal*, en el sentido antes expuesto²⁰².

Es menester destacar –y aquí radica la importancia de esta exposición– que el resultado material o ideal **normalmente coincide** con el resultado jurídico de lesión o peligro concreto, v.gr., “la causación de la muerte o de las lesiones o de la destrucción o deterioro de la cosa suponen simultáneamente la lesión del bien jurídico vida, integridad corporal, salud o propiedad”; no obstante, hay casos en los que el tipo exige un resultado material o ideal distinto de la propia conducta, pero independiente a la lesión o peligro concreto del bien jurídico y que, en todo caso, “coincide con una peligrosidad abstracta o futura de la conducta”, v. gr., la posesión de la droga para traficar²⁰³.

5.3) Toma de posición

Según la clasificación expuesta, creemos que lo más correcto es afirmar que el tipo del *insider trading* del art. 285 CP está configurado como un *delito de lesión* (en atención al modo de afectación del bien jurídico colectivo) y *de resultado*²⁰⁴. Se trata, pues, de un delito de resultado lesivo, cuya consumación está supeditada a la obtención de un

²⁰¹ Así, LAURENZO COPELLO, *El resultado*, 1992, 18; RODRÍGUEZ DEVESA/SERRANO GÓMEZ, DP PG, 1995, 369; CORCOY BIDASOLO, *Protección de bienes jurídico-penales supraindividuales*, 2008, 385.

²⁰² LUZÓN PEÑA, *Curso*, 1997, 349.

²⁰³ LUZÓN PEÑA, *Curso*, 1997, 349.

²⁰⁴ En el mismo sentido, RUIZ RODRÍGUEZ, *Protección penal del mercado de valores*, 1997, 344, 345; GONZÁLEZ CUSSAC, DP PE, 1996, 481; RODRÍGUEZ MONTAÑÉS, *Información privilegiada*, en: *El País*, 18 de noviembre de 1996, admite que el tipo del art. 285 CP contiene un delito de resultado lesivo; sin embargo, sugiere que en este ámbito es preferible la técnica de los delitos de peligro abstracto, pues resulta la más adecuada para la protección de bienes jurídicos colectivos institucionales o espiritualizados. Al resolver una cuestión de competencia, el TS en Auto del 10 diciembre de 2004 (Cuestión de competencia núm. 157/2004, JUR 2005/10) afirma que el delito del art. 285 CP es un tipo de resultado.

beneficio superior a 600.000 euros o la causación de un perjuicio de idéntica cantidad, cuantía ésta que debe identificarse con el **resultado material**, por lo que la no concurrencia de esta exigencia dará lugar a la aplicación de formas imperfectas de ejecución²⁰⁵. Así, mediante la conducta de uso o suministro de información privilegiada se lesiona el bien jurídico colectivo de la igualdad en el riesgo que suponen las operaciones bursátiles.

6. *El art. 285 CP ¿ley penal en blanco o tipo con elementos normativos?*

En el ámbito de las llamadas “nuevas formas de delincuencia”, fundamentalmente en los delitos socioeconómicos y contra el medio ambiente, el legislador suele recurrir a la técnica de las leyes penales en blanco o a la utilización de tipos penales con elementos normativos, ya que la complejidad de las materias ajenas al Derecho penal obligan –por razones sistemáticas, de economía legislativa y por coherencia del ordenamiento jurídico– a establecer normas penales cuyo supuesto de hecho debe ser completado por una regulación extrapenal o, por el contrario, tipos penales que si bien contienen la totalidad de la descripción típica, requieren –para su comprensión– de elementos normativos desarrollados en otras disciplinas científicas no exclusivamente jurídicas.

Pues bien, el tipo del art. 285 CP parece no ser la excepción en materia de delitos económicos, pues en toda la descripción típica el legislador recurre a términos como “información relevante”, “valores o instrumentos negociados” o “mercado organizado, oficial o reconocido”, lo que ha llevado a un sector doctrinal minoritario a calificar el precepto como ley penal en blanco²⁰⁶, en contraposición a quienes consideran con razón

²⁰⁵ En contra, MESTRE DELGADO, DP PE, 2001, 360; DP PE, 2008, 377, quien pese a afirmar que el *insider trading* está configurado como un delito de resultado, defiende que la exigencia legal de la obtención de un beneficio de 600,000 euros o la causación de un perjuicio de idéntica cantidad, al tratarse de una condición objetiva de punibilidad, impide la posibilidad de aplicar formas imperfectas de ejecución; en parecidos términos, MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 220; ROBLEDO VILLAR, Delitos contra el patrimonio, 1997, 400.

²⁰⁶ Así, EIRANOVA ENCINAS, Abuso de mercado, 2005, 617; QUINTANAR DÍEZ, CPC (88), 2006, 175., 179. En contra de la apreciación de una ley penal en blanco, expresamente, GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 412; COBO DEL ROSAL, Fragmentos Penales, 2002, 121; GONZÁLEZ CUSSAC, CPC (37), 1989, 126, advirtió hace algún tiempo que, en el ámbito de las operaciones de iniciados, debía evitarse el recurso a las leyes penales en blanco por las consabidas consecuencias negativas que esta técnica implica para el principio de legalidad. En la doctrina alemana, KOHLMANN, Das Strafrecht, 1995, 446, 454, sostiene -respecto del § 38 WpHG- que se trata de una ley penal en blanco; así tb., CRAMER, Strafbarkeit der Ausnutzung, 1996, 339, defendía la existencia de una ley penal en blanco, ya que –a su juicio- dicha norma no aludía únicamente a la prohibición contenida en el § 14 WpHG, sino que además incorporaba en su ap. 2 una prohibición equivalente a otras prohibiciones

que, en realidad, se trata de un tipo con elementos normativos²⁰⁷. La determinación de si estamos frente a una ley penal en blanco o frente a un precepto penal con elementos normativos (o descriptivos) tiene singular importancia práctica en materias propias del principio de legalidad, el ámbito temporal de la ley penal (retroactividad de la ley más favorable)²⁰⁸ y, fundamentalmente, en materia de error²⁰⁹, razón por la cual haremos una

extranjerías; BERGMANN/DREES, *StraFo* (9), 2005, 365, señalan que antes de la reforma operada por la nueva Ley de Protección del Inversor (AnSVG) que entró en vigencia el 29 octubre de 2004, el § 38 de la WpHG (1.8.1994) que regula el delito de iniciados, había sido formulado como ley penal en blanco; por su parte, ALTENHAIN, *Kölner Kommentare zum Unternehmens*, 2007, 2452, 2462, defiende que los tipos penales de tráfico de información privilegiada y manipulación de mercado contenidos en la actual WpHG están configurados como leyes penales en blanco. En tal sentido, señala concretamente que los apartados 1 y 2 del § 38 son leyes penales en blanco.

²⁰⁷ En este sentido, QUERALT JIMÉNEZ, *DPE PE*, 1996, 475; GÓMEZ INIESTA, *La utilización abusiva de información privilegiada*, 1997, 412, 413; RUIZ RODRÍGUEZ, *Protección penal del mercado de valores*, 1997, 339, 340; *Comentario*, 2007, 633; MARTÍN PALLÍN, *CuadDJ*, (14), 1997, 152; CALDERÓN CEREZO, *DP PE*, 1999, 875; BAJO FERNÁNDEZ, *Uso de información privilegiada*, 1999, 647; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), *Comentarios*, 1999, 357; *Relevancia jurídico penal del insider trading*, 2005, 91; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, *DPE*, 2001, 529; MESTRE DELGADO, *DP PE*, 2001, 358; JERICÓ OJER, *Utilización de información privilegiada*, 2002, 202; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, *EPCr*, 2003, 135; MUÑOZ CONDE, *DP PE*, 2004, 520; BAUCCELLS LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), *Comentarios*, 2004, 1056; LUZÓN CÁNOVAS, *Abuso de información privilegiada*, 2005, 2; VALLE MUÑÍZ/MORALES PRATS, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), *Comentarios*, 2005, 1448; *Comentarios*, 2004, 1420; QUINTERO OLIVARES, *Tutela de mercado*, 2006, 185; QUINTANAR DÍEZ, *CPC* (88), 2006, 173, 174, 175, confusamente habla en principio de ley penal en blanco, pero luego termina admitiendo que se trata de un tipo con elementos normativos; GARCÍA VALDÉS/FIGUEROA NAVARRO, en: Luzón Peña (dir.), *EPB*, 2002, 57, aunque no mencionan expresamente que se trata de un tipo con elementos normativos, sostienen que para una mejor comprensión del precepto penal es preciso acudir a la regulación extrapenal del mercado de valores; FARALDO CABANA, *EPCr*, 1995, 79, al analizar el tipo del *insider trading* en el PCP/1994, entendía que se trataba de un tipo con elementos normativos; en la jurisprudencia, la SAP de Madrid núm. 768/2009, de 17 de julio, admite que se trata de un tipo con elementos normativos.

²⁰⁸ SILVA SÁNCHEZ, *EPCr*, 1993, 429 ss, realiza un análisis detallado sobre los problemas que supone la aplicación del principio de irretroactividad (excepción de retroactividad de la ley más favorable) en las leyes penales en blanco; así tb., LUZÓN PEÑA, *Curso*, 1997, 191, 192; ARROYO ZAPATERO, *RP*, 1998, 9 ss.

²⁰⁹ SUAY HERNÁNDEZ, *ADPCP*, 1991, 133, 134, sostiene que las dificultades para delimitar los elementos normativos de las leyes penales en blanco “aporta nuevos problemas a la teoría del error, ya que en este terreno se reconoce una especificidad propia a las leyes penales en blanco”. De esta forma –en alusión a la doctrina alemana– la autora plantea la distinción entre “el error que recae sobre una circunstancia de la norma que complementa a la ley penal en blanco, y el error acerca de la existencia de dicha norma de complementación. En el primer caso se trata de un error de tipo y en el segundo de un error de prohibición”. No obstante, la verdadero sentido que –a juicio de SUAY– puede darse a la distinción entre elementos normativos y leyes penales en blanco es el de reflejar las variaciones temporales y espaciales que puedan incidir en el ámbito de lo punible, lo que a su vez incide en el ámbito del error. Fuera de esto, la autora no visualiza ninguna relevancia en la distinción teórica entre leyes penales en blanco y tipos con elementos normativos. Por su parte, OCTAVIO DE TOLEDO Y UBIETO, *Sobre el concepto*, 1981, 183, subraya que la determinación de las leyes penales en blanco tiene especial relevancia en materia de error y de retroactividad de la ley más favorable; GARCÍA ARÁN, *EPCr*, 71, 86 n. 20, entiende que más allá de la cuestión teórica, la importancia de distinguir los elementos normativos de las leyes penales en blanco radica “en la individualización de los problemas que aparecen en las distintas remisiones”, esto es, las remisiones en bloque y las remisiones interpretativas; así tb. DOVAL PAIS, *Leyes en blanco*, 1999, 106; JESCHECK/WEIGEND, *Tratado* (Trad. Olmedo Cardenete), 2002,

breve exposición de estos conceptos con el objetivo de determinar qué técnica está contenida en el art. 285 CP.

6.1) La ley penal en blanco: concepto, características, críticas

El concepto de ley penal en blanco (*Blankettstrafgesetz*) se atribuye a *BINDING*, quien al describir este tipo de normas asumió un concepto más restrictivo que el manejado actualmente por sectores de la doctrina científica. En este sentido, este autor utilizó el concepto de ley penal en blanco para referirse a normas del Código penal del imperio alemán que sólo recogían expresamente las consecuencias jurídicas, reservando el establecimiento del supuesto de hecho a autoridades o instancias de rango inferior, v.gr. el Emperador o el *Bundesrat*, la legislación de los Estados confederados o la reglamentación de policía²¹⁰.

Pese a esta inicial delimitación, un sector doctrinal ha manejado un concepto más amplio de ley penal en blanco, pues incluye no sólo la remisión a normas de rango inferior y distintas a las penales, sino también los preceptos que remiten a otra norma penal²¹¹ o también las leyes que remiten a otras de igual rango que la ley penal. Se trata, pues, de una **concepción amplia** de ley penal en blanco²¹². Frente a esto, hay quienes defienden la formulación inicial de esta categoría y asumen, por tanto, una **concepción restringida**, en la que tienen cabida únicamente las leyes que no concretan el supuesto de hecho y que remiten a normas no penales de rango inferior²¹³.

331, sugieren que el error a cerca de un elemento objetivo de la norma complementaria debe someterse a las reglas del error de tipo; en cambio, la equivocación a cerca de la existencia de dicha norma complementaria es un error de prohibición; BACIGALUPO, Curso, 194, entiende que las leyes penales en blanco no deben plantear especiales problemas en materia de error.

²¹⁰ Cfr. von LISZT, Tratado, 1927, 99; JIMÉNEZ DE ASÚA, Tratado, 1964, 348, 349; RODRÍGUEZ MOURULLO, DP PG, 1978, 87, 88; OCTAVIO DE TOLEDO Y UBIETO, Sobre el concepto, 1981, 181 n. 475; SAINZ CANTERO, Lecciones, 1990, 351; GARCÍA ARÁN, EPCr, 1993, 69, 70; SILVA SÁNCHEZ, EPCr, 1993, 434; RODRÍGUEZ DEVESA/SERRANO GÓMEZ, DP PG, 1995, 188 n. 29; MORILLAS CUEVA, Curso, 1996, 85; LUZÓN PEÑA, Curso, 1997, 147; DOVAL PAIS, Leyes en blanco, 1999, 95, 100; MIR PUIG, DP PG, 2004, 76.

²¹¹ Así, SILVA SÁNCHEZ, EPCr, 1993, 430 n. 15.

²¹² MIR PUIG, DP, PG, 2004, 77, sugiere un concepto amplio de ley penal en blanco, “que abarque todos los casos en los que el complemento se halle fuera del Código o Ley de que se trate, con independencia de si es del mismo o de inferior rango que ésta”.

²¹³ Asumen este concepto restringido, OCTAVIO DE TOLEDO Y UBIETO, Sobre el concepto, 1981, 183, 184; GONZÁLEZ CUSSAC, CPC (37), 1989, 126; MORILLAS CUEVA, Curso, 1996, 86; LANDECHO VELASCO/MOLINA BLÁZQUEZ, DP PG, 2004, 140; ORTS BERENGUER/

No obstante, en algunos casos se prescinde del rango de la ley o de la autoridad de la que emana y se señala simplemente que en las leyes penales en blanco, el supuesto de hecho (o parte del mismo) se configura por remisión a una norma extrapenal²¹⁴. Esta última variante es asumida por quienes –como *MUÑOZ CONDE*– admiten que la ley penal en blanco existe con independencia de que el acto, por medio del cual se establece el supuesto de hecho, tenga origen legislativo o proceda de una autoridad administrativa, ya que esto es una cuestión accesoria y muchas veces accidental²¹⁵. Otras acepciones están determinadas por la exigencia de “**remisión expresa**” a leyes no penales (en cuyo caso se habla de leyes penales en blanco impropias) o a disposiciones de rango inferior (supuestos para los que se reserva la denominación de leyes penales en blanco propias)²¹⁶.

Esta exigencia de remisión expresa, como criterio de distinción entre ley penal en blanco y tipos con elementos normativos, debe ser rechazada si se entiende –como *RODRÍGUEZ RAMOS*, *GARCÍA ARÁN* o *TIEDEMANN*– que también los tipos con elementos normativos pueden contener remisiones expresas²¹⁷; por esta razón –como expone *LUZÓN PEÑA*– se ha propuesto otro criterio de distinción en virtud del cual la ley penal en blanco hace un remisión en bloque a la norma extrapenal, de modo que será ésta la que establezca el contenido típico, mientras que en los tipos con elementos normativos sólo hay una remisión interpretativa cuando se quiera conocer el alcance de un elemento típico que ya ha sido descrito en la propia ley penal²¹⁸.

GONZÁLEZ CUSSAC, Compendio, 2004, 98; QUINTANAR DÍEZ, CPC (88), 2006, 173, 174; SAINZ CANTERO, Lecciones, 1990, 351, 353, admite que la ley a que remiten puede ser de igual o inferior rango; así tb., RODRÍGUEZ RAMOS, Tipos penales en blanco, 2000, 5391.

²¹⁴ Así, LUZÓN PEÑA, Curso, 1997, 147; MUÑOZ CONDE, Introducción, 2001, 48; MUÑOZ CONDE/GARCÍA ARÁN, DP PG, 2004, 112; MUÑOZ CONDE/CUADRADO RUIZ, en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 893.

²¹⁵ Cfr. MUÑOZ CONDE/CUADRADO RUIZ, en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 893.

²¹⁶ En este sentido, MORILLAS CUEVA, Curso, 1996, 86, 87; RODRÍGUEZ RAMOS, Tipos penales en blanco, 2000, 5391, entiende que la remisión expresa a la norma extrapenal es consustancial a la ley penal en blanco; en cambio, en los tipos con elementos normativos, la remisión puede ser expresa o tácita. Sobre la exigencia de remisión expresa, *vid.* asimismo, STC núm. 118/1992 (16 de septiembre); STS núm. 849/1995 (7 de julio).

²¹⁷ *Vid.* TIEDEMANN, Blankettstrafgesetz, 1990, 1; GARCÍA ARÁN, EPCr, 1993, 68, 69; RODRÍGUEZ RAMOS, Tipos penales en blanco, 2000, 5391.

²¹⁸ Cfr. GARCÍA ARÁN, EPCr, 1993, 71, 73-75; LUZÓN PEÑA, Curso, 1997, 149.

Como se ha visto, no existe acuerdo doctrinal sobre el concepto de ley penal en blanco, y a nivel jurisprudencial a veces ha habido contradicciones²¹⁹, aunque –a juicio de *BACIGALUPO*– se trata simplemente de una cuestión nominal de escaso interés dogmático y sin trascendencia práctica²²⁰. A nuestro juicio, la asunción de un concepto intermedio de ley penal en blanco, entendida como aquella cuyo supuesto de hecho (o parte del mismo) se regula en una norma extrapenal a la que se remiten, deja fuera de esta categoría los siguientes casos, a saber: a) supuestos en los que la descripción del hecho está en la misma ley penal, b) tipos en los que se establece el supuesto de hecho, pero se remite en cuanto la sanción a otra norma del mismo CP (casos a los que *JIMÉNEZ DE ASÚA* denomina “ley penal en blanco al revés) y, c) casos en los que el recurso a la norma extrapenal es necesario para comprender el alcance de un determinado concepto presente en la descripción típica. En los dos primeros supuestos estaríamos frente normas estructuralmente incompletas, mientras que en el último se trata de tipos con elementos normativos²²¹. En este sentido, pues, al contener la totalidad de la descripción típica y no ser necesario –en virtud de ello– la remisión a una norma extrapenal para concretarla, podemos afirmar que el art. 285 CP que regula el delito de iniciados, no encaja dentro de la categoría de las leyes penales en blanco, sino que – como veremos– es un tipo con elementos normativos.

Finalmente, el recurso a la utilización de las leyes penales en blanco ha sido cuestionado porque –a juicio de algunos– esta técnica legislativa podría infringir los principios de legalidad, de seguridad jurídica y de división de poderes²²². Pese a estas objeciones, la

²¹⁹ Así, por ejemplo, STS núm. 423/1994 (3 de marzo); STS núm. 849/1995 (7 de julio).

²²⁰ *BACIGALUPO ZAPATER*, Curso, 2005, 194.

²²¹ *JIMÉNEZ DE ASÚA*, Tratado, 1964, 348-353; *MORILLAS CUEVA*, Curso, 1996, 86, 87.

²²² Sobre las objeciones al uso de las leyes penales en blanco, *vid.* *OCTAVIO DE TOLEDO Y UBIETO*, Sobre el concepto, 1981, 186; *GARCÍA ARÁN*, *EPCr*, 1993, 63, 65, 80-82; *MORILLAS CUEVA*, Curso, 1996, 88; *LUZÓN PEÑA*, Curso, 1997, 149; *DOVAL PAIS*, Leyes en blanco, 1999, 98, 127 ss; *TERRADILLOS BASOCO*, Empresa y Derecho Penal, 2001, 108-110; *LÓPEZ BARJA DE QUIROGA*, DP PG, 2002, 127, 128; *MUÑOZ CONDE/CUADRADO RUIZ*, en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 895; *ZÚÑIGA MORALES*, RD, 2004, 161; *MUÑOZ CONDE/GARCÍA ARÁN*, DP PG, 2004, 39; *LANDECHO VELASCO/MOLINA BLÁZQUEZ*, DP PG, 2004, 140-141; *ORTS BERENGUER/GONZÁLEZ CUSSAC*, Compendio, 2004, 99; Compendio, 2008, 100. En Alemania, sobre los problemas constitucionales del delito de iniciados como ley penal en blanco, *ALTENHAIN*, *Kölner Kommentare zum Unternehmens*, 2007, 2463 ss.

doctrina y la jurisprudencia admiten –con restricciones– la posibilidad de recurrir a esta técnica legislativa sin infringir fundamentalmente el principio de legalidad. Así, pues, el TC admite el uso de las leyes penales en blanco siempre que: a) el reenvío a la norma extrapenal sea expreso y que esté justificado en atención al bien jurídico protegido en el tipo penal y, b) que la Ley, además de establecer la consecuencia jurídica, describa el *núcleo esencial* de la prohibición, cumpliendo así con la exigencia de certeza y concreción para dar efectivo cumplimiento a la función de garantía del tipo^{223 224}.

6.2) Tipos con elementos normativos o descriptivos

La breve exposición que sigue sobre los elementos normativos y descriptivos del tipo objetivo, tiene como finalidad esencial determinar en cuál de estas categorías pueden agruparse los términos empleados en el art. 285 CP, principalmente el objeto material sobre el que recae la conducta, esto es, la “información relevante para la cotización”, pues como ha reconocido un importante sector doctrinal, la distinción entre elementos descriptivos y normativos tiene especial relevancia en materia de error²²⁵. Sin embargo,

²²³ Así, en la jurisprudencia, STC núm. 122/1987 (14 de julio); STC núm. 3/1988 (21 de enero); STC núm. 127/1990 (5 de julio); STC núm. 118/1992 (16 de septiembre); STC núm. 111/1993 (25 de marzo); STC núm. 53/1994 (24 de febrero). En la doctrina, SAINZ CANTERO, Lecciones, 1990, 353; MORILLAS CUEVA, Curso, 1996, 88; ARROYO ZAPATERO, RP, 1998, 10; RODRÍGUEZ RAMOS, Lecciones, 2001, 534-535; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, DP PG, 2002, 128; MIR PUIG, DP PG, 2004, 78; ORTS BERENGUER/GONZÁLEZ CUSSAC, Compendio, 2008, 100, 101; Compendio, 2004, 99-100; CORCOY BIDASOLO, Protección de bienes jurídico-penales supraindividuales, 2008, 381, sugiere que en los delitos que protegen bienes jurídicos supraindividuales, respecto de conductas técnicas y con mayor complejidad, y con regulación en otros sectores del ordenamiento, la técnica de la ley penal en blanco parece más adecuada.

²²⁴ GARCÍA ARÁN, EPCr, 1993, 79, 80, 85, 87-90, entiende que en las *remisiones en bloque* a normas extrapenales es realmente difícil cumplir con los criterios adoptados por el TC en torno a la exigencia de que el “núcleo de la prohibición” debe contemplarse en la ley penal. Esto es así –a juicio de la autora– porque en las remisiones en bloque el desvalor de la conducta está constituido precisamente por la infracción de normas administrativas, es decir, se sanciona penalmente la contravención de normas administrativas. De esta forma, pues, las facultades legislativas de incriminar conductas se traslada a órganos que carecen de competencia normativa en este ámbito, vulnerando así la garantía criminal del principio de legalidad, por lo que sugiere que este tipo de redacciones legales deben ser declaradas inconstitucionales. Por el contrario, la exigencia del establecimiento del “núcleo esencial” de la prohibición sólo es compatible con lo que la autora denomina *remisiones interpretativas*.

²²⁵ Así, ARROYO ZAPATERO, Delitos contra la hacienda pública, 1987, 119, 120; SUAY HERNÁNDEZ, ADPCP, 1991, 134; GARCÍA ARÁN, EPCr, 1993, 74, 86; LUZÓN PEÑA, Curso, 1997, 352, 448; ROXIN, DP PG, 1997, 305, 306; JESCHECK/WEIGEND, Tratado (Trad. Olmedo Cardenete), 2002, 290; CUELLO CONTRERAS, DP PG, 2002, 560; SUÁREZ-MIRA RODRÍGUEZ, Manual, 2004, 150; MUÑOZ CONDE, Teoría, 2007, 60; más recientemente, DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO, en: Serrano-Piedecabras/Demetrio Crespo (dirs.), Cuestiones actuales, 2010, 50, sostiene que no es del todo exacto afirmar que la principal repercusión de la distinción entre elementos descriptivos y normativos sea en materia de error, pues a veces idénticos problemas se pueden plantear en elementos predominantemente descriptivos pero de cierta complejidad o dificultad de comprensión, aunque admite que al ser los

con este análisis no pretendemos ahondar en la compleja problemática del tratamiento del error sobre los elementos normativos –para lo cual remitimos a la reciente publicación de la rigurosa y más completa obra que sobre el tema ha escrito *DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO* en la doctrina española²²⁶–, pero sí deseamos dar a conocer nuestras conclusiones sobre el tratamiento aplicable a los casos en los que el sujeto incurre en un error sobre la concurrencia, valoración o alcance de los términos “información relevante”, “valores o instrumentos negociados” o “mercado organizado, oficial o reconocido”. Veamos, pues, la naturaleza estos términos.

En atención a la estructura interna de los tipos, la doctrina suele distinguir entre elementos normativos y descriptivos, según sea necesario o no un juicio de valoración para conocer el alcance del término²²⁷. Así, pues, para el conocimiento y comprensión de los elementos descriptivos del tipo basta –a juicio de *LUZÓN PEÑA*– “con el común saber empírico y lógico de los hombres sobre sí mismos y sobre las realidades y fenómenos del mundo exterior, sin necesidad de recurrir a normas para comprender su significado”. Se trata, pues, de elementos fácilmente comprensibles por el lenguaje común²²⁸. Como ejemplos paradigmáticos suelen citarse, v. gr., el tipo del homicidio que consiste en “matar” a “otro”; los delitos sexuales que hablan de “víctima menor de 12 años” o los delitos contra la salud pública que exigen “expende medicamentos”.

elementos normativos de más difícil comprensión los problemas en materia de error surgen con más frecuencia respecto de éstos.

²²⁶ *DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO*, *El error sobre los elementos normativos del tipo penal*, LL, Madrid, 2008.

²²⁷ No obstante, hay quienes pese a admitir tal distinción, defienden el carácter exclusivamente normativo de todo elemento del tipo, “pues acota el ámbito de lo prohibido por esa norma”. En este sentido, *CUELLO CONTRERAS*, PG, 2002, 558.

²²⁸ *MEZGER*, DP PG, 1957, 146; *RODRÍGUEZ MOURULLO*, DP PG, 1978, 254; *ARROYO ZAPATERO*, *Delitos contra la hacienda pública*, 1987, 119, 120; *SAINZ CANTERO*, *Lecciones*, 1990, 543; *LUZÓN PEÑA*, *Curso*, 1997, 351; *DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO*, *Los elementos normativos*, 1997, 63; en: *Serrano-Piedecabras/Demetrio Crespo (dirs.)*, *Cuestiones actuales*, 2010, 49; *ROXIN*, DP PG, 1997, 306; *DOVAL PAIS*, *Leyes en blanco*, 1999, 57; *JESCHECK/WEIGEND*, *Tratado* (Trad. Olmedo Cardenete), 2002, 289; *CUELLO CONTRERAS*, PG, 2002, 558; *MUÑOZ CONDE/GARCÍA ARÁN*, DP PG, 2004, 256; *MIR PUIG*, DP PG, 2004, 235; *LANDECHO VELASCO/MOLINA BLÁZQUEZ*, DP PG, 2004, 258; *SUÁREZ-MIRA RODRÍGUEZ*, *Manual*, 2004, 149; *MUÑOZ CONDE*, *Teoría*, 2007, 59, 60.

Por su parte, los elementos normativos –categoría atribuida a *E. MAYER* (1915)²²⁹– requieren, para la comprensión y alcance de su significado, del conocimiento de una norma no exclusivamente jurídica a la que el término remite. Dicho elemento de remisión puede alcanzar, pues, a norma jurídicas, económicas, sociales, éticas etc²³⁰. Pese a que tradicionalmente los elementos normativos han sido definidos en atención a la existencia de un *juicio valorativo* que permita al intérprete conocer su significado²³¹, un sector doctrinal considera incorrecto definir los elementos normativos a partir de esta exigencia, ya que si bien en la mayoría de los casos las normas de remisión suponen valoraciones, en ocasiones pueden –como afirma *LUZÓN PEÑA*– “limitarse a definir o regular un hecho, persona, objeto, etc. sin valorarlo”²³². Como ejemplos de elementos normativos se han propuesto usualmente los términos “autoridad o funcionario” en los delitos contra la administración pública; “arma de fuego” en el tipo de tenencia ilegal de armas; la “ajeneidad” de la cosa en los delitos patrimoniales; “acreedores” en el delito de alzamiento de bienes, entre otros.

Aunque en el plano teórico la distinción entre elementos descriptivos y normativos no presenta –aparentemente– mayores problemas, lo cierto es que en muchos casos la ubicación de un término en una u otra categoría puede ser dudosa. Así, por ejemplo, con relación al delito de homicidio, la “muerte” de “otro” sugiere –en principio– la

²²⁹ Así, JIMÉNEZ DE ASÚA, Tratado, 1963, 900; DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO, Los elementos normativos, 1997, 63; El error sobre los elementos normativos, 2008, 40, 41, aclara que el “descubrimiento” de esta categoría por MAYER es relativo, ya que antes de los valiosos aportes del autor en esta materia, la doctrina ya se había planteaba dentro y fuera del Derecho penal la relevancia de los elementos normativos; así tb., SUAY HERNÁNDEZ, ADPCP, 1991, 102; DOVAL PAIS, Leyes en blanco, 1999, 58 n. 93.

²³⁰ A favor de la remisión a normas de cualquier tipo, MEZGER, DP PG, 1957, 146, 147; RODRÍGUEZ MOURULLO, DP PG, 1978, 260; SAINZ CANTERO, Lecciones, 1990, 543; LUZÓN PEÑA, Curso, 1997, 351; DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO, Los elementos normativos, 1997, 65; ROXIN, DP PG, 1997, 307; DOVAL PAIS, Leyes en blanco, 1999, 57, 58; JESCHECK/WEIGEND, Tratado (trad. Olmedo Cardenete), 2002, 289, 290; CUELLO CONTRERAS, PG, 2002, 558; MUÑOZ CONDE/GARCÍA ARÁN, DP PG, 2004, 256; MIR PUIG, DP PG, 2004, 235; en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 1175; LANDECHO VELASCO/MOLINA BLÁZQUEZ, DP PG, 2004, 258; MUÑOZ CONDE, Teoría, 2007, 60. En contra, un sector defiende únicamente la remisión a normas jurídicas, así por ejemplo, RODRÍGUEZ RAMOS, Tipos penales en blanco, 2000, 5390.

²³¹ Así, MEZGER, DP PG, 1957, 146; SAINZ CANTERO, Lecciones, 1990, 543; RODRÍGUEZ DEVESA/SERRANO GÓMEZ, DP PG, 1995, 417; TIEDEMANN, RCP, 1998, 516; DOVAL PAIS, Leyes en blanco, 1999, 57; JESCHECK/WEIGEND, Tratado (Trad. Olmedo Cardenete), 2002, 289; SUÁREZ-MIRA RODRÍGUEZ, Manual, 2004, 150; LANDECHO VELASCO/MOLINA BLÁZQUEZ, DP PG, 2004, 258; MUÑOZ CONDE, Teoría, 2007, 59.

²³² Cfr. LUZÓN PEÑA, Curso, 1997, 351; ROXIN, DP PG, 1997, 306, 307; CUELLO CONTRERAS, PG, 2002, 558.

existencia de un elemento descriptivo; no obstante, para determinar si se ha “matado a otro” (en sentido penal) habrá que recurrir a las teorías que delimitan el inicio de la vida humana independiente y su finalización, por lo que –desde esta perspectiva– estaríamos frente a elementos claramente normativos. Por esta razón, hay quienes –como *DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO*– han negado la existencia de elementos *puramente* normativos o *puramente* descriptivos, alegando que “los elementos típicos tienen componentes de ambas clases”²³³. En parecidos términos, y partiendo del mismo ejemplo del homicidio, *LUZÓN PEÑA* defiende la existencia simultánea de elementos con contenido descriptivo y normativo, por lo que sugiere que –en atención al peso respectivo de cada uno– se hable de “elementos predominantemente descriptivos o predominantemente normativos”²³⁴.

Por último, se ha llegado a plantear que no es conveniente –por razones de seguridad jurídica– el uso excesivo de elementos normativos en la descripción típica, ya que los mismos suponen siempre valoraciones y, por ello, un alto grado de subjetivismo, por lo que parece preferible que la descripción de la conducta típica se realice partiendo de elementos descriptivos fácilmente comprensibles. Sigue este planteamiento *MUÑOZ CONDE*, quien no obstante admite que en muchos casos es prácticamente imposible prescindir de los elementos normativos, principalmente en ámbitos muy especializados en los que el eventual sujeto activo es un especialista que conoce perfectamente el lenguaje técnico²³⁵. En contra de esta preferencia por los elementos descriptivos, *CUELLO CONTRERAS* sostiene que no hay razón alguna para afirmar que los elementos descriptivos sean preferibles a los normativos, ni que éstos sean más difíciles de interpretar que aquéllos. Lo determinante para la utilización de unos u otros será –a juicio de este autor– el concreto ámbito que se pretenda regular²³⁶.

²³³ Cfr. *DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO*, *Los elementos normativos*, 1997, 66; en: Serrano-Piedecabras/Demetrio Crespo (dirs.), *Cuestiones actuales*, 2010, 49. A similares conclusiones llegan, *OCTAVIO DE TOLEDO Y UBIETO/HUERTA TOCILDO*, *DP PG*, 1986, 71; *SUAY HERNÁNDEZ*, *ADPCP*, 1991, 106-109; *ROXIN*, *DP PG*, 1997, 306, 307; *DOVAL PAIS*, *Leyes en blanco*, 1999, 62, 69; *MIR PUIG*, en: *Luzón Peña* (dir.), *EPB*, 2002, 1175; *DP PG*, 2004, 236; *JESCHECK/WEIGEND*, *Tratado* (Trad. Olmedo Cardenete), 2002, 289, 90.

²³⁴ Cfr. *LUZÓN PEÑA*, *Curso*, 1997, 352, 448.

²³⁵ *MUÑOZ CONDE*, *Teoría*, 2007, 59, 60.

²³⁶ *CUELLO CONTRERAS*, *PG*, 2002, 559 n. 277.

En efecto, en el caso particular del delito de uso de información privilegiada difícilmente podría prescindirse de la utilización de elementos normativos para configurar la conducta prohibida, precisamente por el alto contenido técnico existente en este concreto ámbito del mercado y la delincuencia cometida en su seno.

6.3) Toma de postura: el insider trading como delito con elementos normativos

En definitiva, como hemos anticipado, consideramos que cuando el art. 285 CP utiliza en la descripción típica términos como “información relevante para las cotizaciones”, “valores o instrumentos negociados” o “mercado organizado, oficial o reconocido”, está haciendo una clara remisión normativa al ámbito respectivo del mercado de valores, más específicamente a la LMV y demás instrumentos que regulan este concreto ámbito económico. Estamos, pues, frente a un tipo con elementos normativos, cuyas consecuencias prácticas en materia de error serán abordadas tanto en la parte subjetiva del tipo como en el capítulo de la culpabilidad dado que –como se verá– hay una amplia postura que defiende que el error que recae sobre un elemento normativo es –en muchos casos– un error de tipo y no un error de prohibición, pero en otros supone un error de prohibición o es irrelevante.

7. Las conductas típicas del art. 285 CP

El tipo del *insider trading* contenido en el art. 285 CP español prohíbe el *uso* o *suministro* de información privilegiada en el mercado de valores, a todo aquel que haya tenido acceso reservado a la misma con ocasión de su actividad empresarial o profesional. Se incriminan, pues, dos conductas típicas no excluyentes entre sí, lo que de entrada plantea la posibilidad de apreciar problemas concursales cuya solución dependerá de la consideración de este delito como tipo mixto alternativo o acumulativo, aspecto éste que será abordado con posterioridad. Así mismo, las conductas típicas sugieren interesantes problemas en el ámbito de la comisión por omisión, las formas imperfectas de ejecución, la codelincuencia y el denominado *insider non trading*. A los efectos de una mejor exposición sistemática de los problemas que plantean dichas conductas, procederemos a realizar un análisis diferenciado de cada una de ellas previa exposición de sus antecedentes legislativos.

7.1) Precedentes legislativos de las conductas incriminadas

Las prohibiciones en torno al *insider trading* se han diseñado usualmente sobre la base de tres conductas o deberes de abstención dirigidos a los iniciados primarios, es decir, a quienes por razón de su actividad profesional o empresarial tienen acceso privilegiado a informaciones relevantes para la cotización de valores. Las conductas proscritas abarcan: a) la prohibición de utilizar información privilegiada en operaciones bursátiles, lo que supone un veto para la adquisición o cesión de títulos valores; b) la prohibición de comunicar la información a terceros, salvo en el ejercicio de la profesión o funciones y; c) la prohibición de recomendar a un tercero, basándose en la información privilegiada, que adquiera o ceda valores mobiliarios. Este modelo fue asumido ya en la “Recomendación de la Comisión (1977)”, por la que se establecía un *Código de conducta* europeo aplicable a las transacciones de valores mobiliarios²³⁷, y luego fue igualmente adoptado por las distintas Directivas y propuestas de Directivas comunitarias reguladoras de la actividad bursátil²³⁸, hasta que el legislador español incorporó dichas prohibiciones en la LMV (1988), estableciendo, además, otro deber de abstención relativo a la *preparación* de cualquier tipo de operación en los mercados sobre instrumentos a los que la información se refiera²³⁹.

En el ámbito penal, no obstante, se han restringido los comportamientos incriminados, así, pues, el art. 305 del PCP (1992) únicamente prohibía el uso de información privilegiada, en cambio el art. 281 del PCP (1994) recogía, además del uso, el suministro de información privilegiada²⁴⁰. Finalmente, el art. 285 CP vigente adopta esta última

²³⁷ Cfr. DOCE, L 212/37, de 20 de agosto de 1977 (arts. 8, 9).

²³⁸ Vid. arts. 1 y 2 de la “Propuesta de Directiva del Consejo sobre coordinación de las normas relativas a las operaciones de iniciados” (DOCE 153/8, de 11 de junio de 1987); art. 1 b) del Dictamen sobre la propuesta de Directiva del Consejo sobre coordinación de las normas relativas a las operaciones de iniciados (DOCE, C 35/22, de 16 de diciembre de 1987); arts. 1 y 3 a), b) de la “Directiva del Consejo sobre la coordinación de las normas relativas a las operaciones con información privilegiada” (DOCE, L334/30, de 18 de noviembre de 1989); arts. 1 y 3 a), b) de la “Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado)” (DOCE, C240 E/265, de 28 de agosto de 2001); arts. 2,1º y 3 a), b) de la “Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado)” (DOCE, L 96/16, de 12 de abril de 2003).

²³⁹ Cfr. art. 81, 2º a), b) y c) de la LMV (Ley 28/1988, de 24 de julio).

²⁴⁰ De esta forma se incorporó la enmienda del Partido Popular al art. 305 del PCP/1992, mediante la cual se proponía incluir en la acción típica el “suministro” de información privilegiada. Cfr. la enmienda núm. 1121 del Grupo Popular al art. 305.1 PCP/1992.

modalidad, castigando así dos de los cuatro deberes de abstención consignados en la LMV, aunque como veremos hay quienes defienden de *lege lata* el castigo de las simples recomendaciones. Esta restricción de las conductas punibles ha sido valorada positivamente por quienes –como *PRIETO del PINO*– consideran que de haberse establecido como conductas típicas la simple preparación de operaciones o la recomendación de éstas a terceros, se habría infringido el principio de proporcionalidad –que esta autora denomina “principio de prohibición de exceso” – y el principio de excepcionalidad del castigo de los actos preparatorios²⁴¹.

7.2) La modalidad del uso

7.2.1) Cuestiones previas

La conducta típica del “uso” de información privilegiada, conocida en la doctrina mercantilista como “tráfico reflexivo” o “uso operativo”²⁴², constituye la modalidad delictiva por excelencia, ya que en la mayoría de los casos el iniciado procurará obtener ganancias o evitarse pérdidas mediante la ejecución de operaciones ligadas al conocimiento privilegiado de ciertos datos no disponibles a los demás inversores. Por esta razón, la prohibición de esta modalidad activa siempre ha estado presente en las regulaciones del *insider trading*, aunque desde el punto de vista semántico algunas veces se alude a ésta con la expresión “abuso (o tráfico abusivo)” de información privilegiada²⁴³, por entender que dicho vocablo se ajusta más exactamente al contenido de deslealtad o falta de fidelidad que caracteriza a este tipo de operaciones bursátiles²⁴⁴.

²⁴¹ Vid. *PRIETO DEL PINO*, *Uso de información privilegiada*, 2004, 345, 397.

²⁴² Cfr. *SÁNCHEZ GUILARTE/TAPIA HERMIDA*, *RDBB* (28), 1987, 775; *TAPIA HERMIDA/SÁNCHEZ GUILARTE*, *Noticias*, 1988, 117; *SÁNCHEZ CALERO*, *PJ*, 1988, 259; *VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA*, *Noticias CEE* (81), 1991, 37; *VARELAS VARAS*, *AMF* (3), 1992, 6; *PAZ RUBIO*, *CuadDJ*, 1993, 160; *ESTEVAN DE QUESADA*, *RGD* (615), 1995, 13465; *TAPIA HERMIDA*, *RDBB* (91), 2003, 334.

²⁴³ El art. 281 APCP/1994 castigaba al que “abusare” de información privilegiada. Además de esta expresión, doctrina y legislación especializada suelen utilizar términos como “utilización abusiva” o “explotación” de información privilegiada. En la doctrina alemana y suiza (así, *LÜCKER*; *OTTO*; *STRATENWERTH*; *STEBUT*; *ULSENHEIMER*; *FORSTMOSER*) se utiliza frecuentemente la expresión “*Der Missbrauch*”, cuyo significado se acerca más exactamente al sustantivo “abuso, mal uso”; sin embargo, la *WpHG* alemana que prohíbe el *insider trading* ha sustituido la exigencia típica de “explotación” del conocimiento de un hecho relevante (*unter Ausnutzung der Kenntnis von einer Insiderinformation*) por la “utilización” de información privilegiada para la compra o venta de títulos (*unter Verwendung einer Insiderinformation*), prescindiendo así de términos que impliquen una mayor carga

Además, en defensa del término “abusar” se argumenta con cuestiones interpretativas. Así, GÓMEZ INIESTA entiende que la adopción de la expresión “usar” información relevante supondría limitar excesivamente el ámbito de actuación de los operadores en bolsa que simplemente se encuentran en posesión de dicha información, esto es así porque –a su juicio– la realización de operaciones bursátiles por quienes *poseen* información privilegiada implicaría una presunción de su utilización, por lo que sería necesario indagar sobre las razones que motivaron al sujeto a efectuar las transacciones. Este problema interpretativo no tiene cabida –según este autor– con la expresión “abusar”, en virtud de la cual se quiere indicar que la información privilegiada se está utilizando mal, de forma excesiva, injusta, inapropiada o indebidamente²⁴⁵.

A mi juicio, la adopción del término “usar” no conlleva necesariamente vedar las transacciones de quienes están en posesión de información privilegiada, ya que cuando el legislador prohíbe el *uso de información privilegiada* está haciendo referencia a que las decisiones de inversión o desinversión del iniciado deben estar motivadas, guiadas o incentivadas por su conocimiento reservado. Desde esta perspectiva, no estará “usando” la información privilegiada quien pese a conocer la misma sólo se limita a ejecutar las órdenes de compra o venta encomendadas por razón de su profesión (v. gr. el intermediario financiero). Además, el término “abuso” o “utilización abusiva” tiene el inconveniente de que sugiere la existencia de ciertos usos *lícitos* de información privilegiada y que el legislador solamente quiere castigar aquellas conductas que superan los límites permitidos.

volitiva; por el contrario, el art. 161 CP suizo adopta el *nomen iuris* “Ausnützen der Kenntnis vertraulicher Tatsachen”.

²⁴⁴ En este sentido, GONZÁLEZ CUSSAC, CPC (37), 1989, 124, 142; DP PE, 1996, 480; FARALDO CABANA EPCr, 1995, 114; MORENO CÁNOVEZ/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 214; SÁNCHEZ GUILARTE/TAPIA HERMIDA, RDBB (28), 1987, 775, 776, describen el fenómeno del *insider trading* como un tipo de especulación abusiva.

²⁴⁵ Cfr. GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 369, 370. A favor de esta postura, QUERALT JIMÉNEZ, DPE PE, 1996, 477; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 199; así tb., el Informe del Consejo General del Poder Judicial sobre la regulación del delito de iniciados en el APCP/1994, en: Cuadernos del Consejo General del Poder Judicial, 1991, 185. En contra, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE, 2002, 121; DPE PE, 2005, 300, entiende que al tratarse de actividades de compra o venta de títulos en las que se explota un conocimiento reservado, no resulta imprescindible que el legislador recurra al empleo del verbo “abusar”.

Por otro lado, hay quienes entienden que la utilización de uno u otro término es irrelevante, pues cuando el objeto al que ambos se refieren es información privilegiada circunscrita al ámbito bursátil entonces “uso” y “abuso” se transforman en vocablos sinónimos, ya que “todo uso de esas características constituye un abuso, es decir, un uso indebido o injusto”²⁴⁶.

Pese a esta discusión sobre la expresión más adecuada, lo cierto es que la doctrina no atribuye mayores consecuencias prácticas a la utilización de los verbos “abusar” o “usar” información privilegiada, es decir, que la adopción de una u otra expresión no tiene mayor incidencia en la configuración del tipo, ni permite –en mi opinión– un tratamiento diferenciado en la solución de los casos problemáticos en materia de omisión impropia. Se trata, por tanto, de una cuestión meramente terminológica; sin embargo, la cuestión sí adquiere relevancia cuando en lugar de estas expresiones se utiliza el término “explotación” (*Ausnutzung*) de información privilegiada, ya que –como veremos– con esta conducta se exige algo más que la simple realización de operaciones con información relevante. En tal sentido, pues, la explotación sugiere la realización de una conducta con una conducta dirigida por una **finalidad**, de manera que dicha modalidad típica contendría un especial elemento subjetivo que conduciría inevitablemente a afrontar problemas de aplicación práctica²⁴⁷.

Varias son las operaciones que pueden subsumirse en la expresión “usare” recogida en el art. 285 CP, así, por ejemplo, la compra-venta, donación, traspaso o cesión de títulos valores afectados por la información reservada. Siendo así, conviene analizar los supuestos más comunes y problemáticos a los efectos de establecer claramente el marco de actividades contractuales que encajan dentro de la prohibición y que por tanto son merecedoras de sanciones penales.

²⁴⁶ Así, PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 346; en parecidos términos, FARALDO CABANA, *EPCr*, 1995, 114; RUIZ RODRÍGUEZ, *Protección penal del mercado de valores*, 1997, 342; CALDERÓN CEREZO, *DP PE*, 1999, 874.

²⁴⁷ En este sentido, DIEKMANN/SUSTMANN, *NZG* (20), 2004, 931; GROTHAUS, *ZBB* (1), 2005, 63; HEMELING, *ZHR* (169), 2005, 285; KOCH, *DB* (5), 2005, 269.

7.2.2) *El contenido de la modalidad típica del uso*

La modalidad típica del uso puede ser entendida como la ejecución de una “negociación indebida”, esto es, la realización de operaciones v. gr., de compra o venta de títulos valiéndose de un conocimiento privilegiado al que se ha tenido acceso en el ejercicio de una actividad profesional o empresarial²⁴⁸. Pese a esta propuesta de interpretación, la conducta típica del uso ha sido criticada por su excesiva amplitud e imprecisión, puesto que la información puede utilizarse de muy diversas formas, sin que ello suponga que cualquier modalidad de uso lesione el bien jurídico protegido²⁴⁹. Así pues, en un intento por concretar aún más las operaciones que están abarcadas por el tipo, hay quienes invocan el art. 2 de la Directiva 2003/6/CE para extraer de esta norma comunitaria las operaciones que pueden encajar en la conducta típica del uso, de esta forma, se ha defendido que el **uso** de información privilegiada comprende la adquisición, cesión o el **intento** de adquisición o cesión, por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente, de los instrumentos financieros a que la información se refiere²⁵⁰.

Con relación a esta última propuesta, debe advertirse que cuando un iniciado **intenta** realizar una operación bursátil con información privilegiada, en realidad, no ha ejecutado aún –a los efectos de la consumación como concepto formal– la conducta típica del uso, por lo que todo intento de negociación basado en información relevante será punible, en su caso, a través de la tentativa de delito.

²⁴⁸ Así, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE, 2002, 121; DPE PE, 2005, 300; DP PE, 2008, 489; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 241; GÓMEZ PAVÓN, ICADE (42), 1997, 254; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 189; ROBLEDO VILLAR, Delitos contra el patrimonio, 1997, 399, sostiene que sólo a través de la compra-venta de valores es posible obtener un resultado económico; en alusión a la regulación italiana, FOFFANI, Tutela penal del mercado, 1995, 506, señala que la conducta típica del iniciado se deriva de la realización de “cualquier operación bursátil”, sea la adquisición, venta u otras operaciones; la legislación alemana (§ 14.1 en conexión con el § 38.1.1 WpHG) hace referencia expresa a que la prohibición del uso de información privilegiada se extiende a las operaciones de compra o venta de títulos por cuenta propia o ajena. Cfr. al respecto, ALTENHAIN, Kölner Kommentare zum Unternehmens, 2007, 2512; PAWLIK, Verbot von Insidergeschäften, 2007, 404.

²⁴⁹ En este sentido, HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 189, 190.

²⁵⁰ Así, BENÍTEZ ORTÚZAR, Relevancia jurídico penal del insider trading, 2005, 95.

7.2.2.1) Las operaciones reguladas en la LMV

Dado el concreto ámbito bursátil al que está dirigida la prohibición del art. 285 CP nuevamente habrá que tomar en cuenta las disposiciones de la LMV que aluden a las operaciones que pueden concurrir en el mercado de valores. En tal sentido, el art. 36.1º LMV establece que sólo se consideran operaciones de mercado secundario oficial las transmisiones por título de compra-venta, u “otros negocios onerosos” característicos de cada mercado; mientras que el ap. 2º excluye de este ámbito a las transmisiones a título **oneroso** distintas a las previstas en el ap. 1 y a las transmisiones a título **lucrativo**. Así pues, a la vista de esta disposición, el objeto de las operaciones debe reunir dos características esenciales, a saber: a) su referencia a valores negociables o instrumentos financieros admitidos a cotización en un mercado secundario oficial y, b) su carácter oneroso²⁵¹.

Dentro de las operaciones a título oneroso a que se refiere el art. 36.1 LMV sólo la compra-venta está expresamente mencionada en la norma, dejando al intérprete la inclusión de otro tipo de transacciones onerosas, lo cual no es tarea sencilla si tenemos en cuenta que el ap. 2º excluye del ámbito de las operaciones precisamente a las transacciones onerosas distintas a las del ap.1º, por lo que la cuestión a resolver es, pues, qué elementos distinguen a unas operaciones onerosas de las otras. Aquí se plantea, por ejemplo, el caso de la permuta que –*por mor* de la ambigüedad de la norma penal– podría o no ser considerada como una modalidad de acción típica²⁵². En tal sentido, *PRIETO del PINO* sostiene acertadamente que, al igual que en las operaciones de compra-venta, con la permuta también se lesiona el bien jurídico protegido en el delito de iniciados, de ahí la necesidad de que tales operaciones estén abarcadas por la norma penal, pues su atipicidad implicaría una vía de elusión del precepto²⁵³.

Especial atención merecen los casos de **pignoración** de títulos valores por parte del iniciado a sabiendas de que él no puede o no quiere rescatar la prenda, lo que supondría

²⁵¹ Pese a esta acotación, es preciso mencionar que el art. 81.2 a) LMV contiene una formulación más amplia al prohibir a quienes dispongan de una información privilegiada la preparación o realización de “cualquier tipo de operación” sobre los valores negociables o instrumentos financieros.

²⁵² HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 190, 191.

²⁵³ Cfr. PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 353.

un claro beneficio cuando la información privilegiada refleja una caída en el precio de los títulos pignorados; estos supuestos –señala *PAWLIK*– pueden encajar en todo caso en la modalidad típica de “venta” de títulos valores, ya que de otra forma el iniciado podría –aprovechando su conocimiento privilegiado del cual se deduce una inminente baja en las cotizaciones– obtener un préstamo gravando las acciones afectadas que luego tendrán que ser utilizadas por el acreedor para cubrir la deuda del crédito, logrando el iniciado librarse del interés sobre el préstamo²⁵⁴.

Muy interesante es la cuestión de si las operaciones realizadas sin intermediarios financieros (*face to face transactions*, transacciones cara a cara), esto es, aquellas transacciones realizadas directamente por las partes sin la intervención de agencias de valores, encajan en la modalidad típica del uso, ya que al tratarse de operaciones directas se pierde el anonimato y, consecuentemente, se abre la posibilidad de apreciar un perjuicio directo hacia la contraparte de la transacción. Frente a este planteamiento, se afirma con razón que las operaciones cara a cara son perfectamente subsumibles en el art. 285 CP, pues lesionan el bien jurídico protegido del correcto funcionamiento del mercado de valores, que requiere como presupuestos indispensables la transparencia, la igualdad de oportunidades y la confianza del inversor²⁵⁵.

En cuanto a la exclusión de las transmisiones a **título lucrativo** no parece, en principio, que sea contraria a la interpretación teleológica del tipo, ya que a través de estas operaciones el iniciado no obtiene ventajas económicas –ni causa perjuicios– pese a que la realización de la transacción (v. gr., donación o herencia) es motivada por su conocimiento privilegiado; dicho de otro modo: en las operaciones a título lucrativo los iniciados no obtienen beneficios ni causan perjuicios en sentido patrimonial; sin embargo, no es posible negar que por medio de tales operaciones sería el tercero (en este caso el donatario) quien sí podría obtener ventajas pecuniarias. Esta argumentación no

²⁵⁴ *PAWLIK*, Verbot von Insidergeschäften, 2007, 414.

²⁵⁵ *HERNÁNDEZ SAINZ*, APen (9), 1997, 191, en favor de esta tesis alegaba, además, que el art. 2.3 de la Directiva 89/592 incluía este tipo de operaciones dentro de su ámbito de aplicación, salvo que los Estados miembros las excluyeran, por lo que al no haberse empleado tal posibilidad, debía interpretarse que las operaciones cara a cara quedaban abarcadas por el tipo; *PRIETO DEL PINO*, Uso de información privilegiada, 2004, 353, admite que las operaciones cara a cara también lesionan el bien jurídico de la “justicia informativa de las cotizaciones”, por lo que dichas transacciones serán abarcadas por el tipo del art. 285 CP siempre que cumplan con los requisitos que deben reunir las operaciones en un mercado secundario oficial.

obstante confiere al delito de iniciados un marcado carácter patrimonial, cuando en realidad se trata de un delito económico cuyo radio de protección va más allá del ámbito estrictamente patrimonial, por lo que la exclusión de tales operaciones requiere una fundamentación más coherente con la naturaleza del tipo²⁵⁶. En este ámbito, *PAWLIK* señala, pese a que la legislación alemana no alude expresamente a la exclusión de las operaciones a título lucrativo, que la herencia o las donaciones no constituyen supuestos de “compra” o “venta” de títulos en el sentido de los §§ 14 ap.1 núm.1, 38 ap. 1 núm. 1 WpHG, ya que el iniciado no negocia respectivamente como heredero o donatario²⁵⁷.

Por otro lado, es preciso advertir que, mientras la LMV excluye expresamente las operaciones a título lucrativo, la norma comunitaria prohíbe a quien ostenta información privilegiada la adquisición o **cesión** de instrumentos financieros (art. 2 Directiva 2003/6/CE), por lo que de no ser por la referencia expresa de la LMV, nada impediría – desde una perspectiva gramatical– la inclusión de las operaciones a título lucrativo dentro de las conductas prohibidas a los iniciados.

La idea de que las transacciones a título lucrativo no tienen incidencia en el proceso de formación de precios resulta dudosa con el siguiente ejemplo: pensemos en el caso del ejecutivo millonario que decide donar a su hijo como regalo de bodas un amplio paquete de acciones que, por su escaso valor, no podría considerarse –en un primer momento– un obsequio generoso, pero que la información privilegiada que motiva al padre a donar el paquete de acciones a su hijo refleja que en un breve lapso de tiempo dichas acciones obtendrán una plusvalía considerable. En este caso es evidente, por un lado, la existencia de un nexo causal entre la posesión de la información y la operación y, por otro lado, no se puede negar que el tercero obtiene un beneficio económico. En consecuencia, consideramos que es muy difícil justificar la exclusión de las transacciones a título lucrativo, pues si partimos de la base de que el iniciado debe realizar operaciones de

²⁵⁶ A favor de la exclusión de las operaciones a título lucrativo, HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 190 n. 65, señala que este tipo de transacciones (v. gr., donaciones, sucesiones) quedan fuera del ámbito de protección de la norma, pues no suponen negociaciones en sentido económico, no hay oferta ni demanda y, por tanto, no hay mercado alguno que proteger; PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 353, considera oportuna la exclusión de las transacciones a título lucrativo, ya que éstas, al ser ajenas al proceso de formación de precios, carecen de aptitud para lesionar el bien jurídico.

²⁵⁷ Cfr. PAWLIK, *Verbot von Insidergeschäften*, 2007, 414; así tb., anteriormente, ASSMANN, *Kommentar*, 2006, 397.

mercado capaces de **generar** ganancias (para sí o para terceros) o evitar pérdidas, no podemos negar que –en el ejemplo propuesto– el iniciado genera beneficios económicos al donatario y, además, lesiona el bien jurídico de la igualdad en el riesgo, ya que los no iniciados no disponen de la información relevante.

7.2.2.2) La exigencia de causalidad psíquica entre el conocimiento privilegiado y la operación

Tanto en la doctrina alemana como en la española se afirma que las operaciones realizadas por el iniciado deben estar motivadas por el conocimiento privilegiado de la información, es decir, se exige un nexo psicológico entre la información y la negociación²⁵⁸; de esta forma, pues, quedan excluidas del tipo aquellas operaciones que ya estuvieran previstas con anterioridad al conocimiento de la información reservada, pues –en tales casos– no existe la relación de causalidad aludida: el iniciado sólo se limita a ejecutar una transacción previa cuyo origen no tiene relación directa con la información relevante. En definitiva, la idea de llevar a cabo una operación debe surgir precisamente a raíz de los datos reflejados en la información privilegiada a la que se ha tenido acceso reservado, dicho de otro modo: el conocimiento de la información privilegiada no sólo debe existir en el momento en que el autor emite la orden de negociación, sino que, además, debe ser la *causa* que motiva al sujeto a realizar la operación²⁵⁹. A nuestro juicio, la exigencia aquí planteada está implícita en la LMV y la Directiva 2003/6/CE al prescribirse que las prohibiciones impuestas a los iniciados “no se aplicarán a las transacciones realizadas en cumplimiento de una obligación, ya vencida, de adquirir o ceder instrumentos financieros, cuando esta obligación esté contemplada de un acuerdo celebrado **antes** de que la persona de que se trate esté en posesión de la información privilegiada”²⁶⁰.

²⁵⁸ Así, en la doctrina alemana, VOLK, BB (2), 1999, 68; MÜHLBAUER, Wistra (5), 2003, 173; BRANDI/SÜßMANN, AG, 2004, 642, 645; BÜRGERS, BKR (11), 2004, 425; HAMMEN, WM (36), 2004, 1760; HEMELING, ZHR (169), 2005, 285; SCHNEIDER, DB (49), 2005, 2678, 2679; GROTHAUS, ZBB (1), 2005, 63; KOCH, DB (5), 2005, 269; BERGMANN/DREES, StraFo (9), 2005, 368; ASSMANN, Kommentar, 2006, 400; KLASSEN, AG, 2006, 24, 28; PAWLIK, Verbot von Insidergeschäften, 2007, 404 ss; ALTENHAIN, Kölner Kommentare zum Unternehmens, 2007, 2512; en España, LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, ADPCP, 1993, 1059; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 191, 203; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 354, 355 n. 162.

²⁵⁹ En este sentido, ASSMANN, Kommentar, 2006, 401; PAWLIK, Verbot von Insidergeschäften, 2007, 413.

²⁶⁰ Cfr. art. 81.2 a) párrafo 2º LMV; art. 2.3 de la Directiva 2003/6/CE.

La disposición antes aludida sugiere que no basta, entonces, la mera **posesión** de la información privilegiada, sino que es preciso que el iniciado la utilice en el sentido del art. 285 CP, sin que sea necesaria la existencia de ningún especial elemento subjetivo, al que ha renunciado conscientemente el legislador²⁶¹. En este sentido, pese a que el legislador alemán sustituyó el requisito de la “explotación” de un hecho relevante (*unter Ausnutzung der Kenntnis von einer Insider Tatsache*) por el de la “utilización” de una información privilegiada (*unter Verwendung einer Insiderinformation*), autores como *BÜRGERS*, *HEMELING*, *SCHNEIDER*, *ASSMANN* o *PAWLIK* sostienen que antes como ahora sigue siendo imprescindible la concurrencia de una relación de causalidad entre el conocimiento privilegiado y la operación²⁶².

7.2.2.3) El denominado Front-running ¿modalidad de insider trading?

En el análisis de las operaciones de iniciados también suele plantearse si los casos del denominado *Front-running* (tomar la delantera) constituyen supuestos de *insider trading*, a lo que un sector doctrinal responde afirmativamente por considerar que los datos que sirven de base a tales transacciones están abarcados por el concepto de información privilegiada y, en tal sentido, su utilización supone una práctica de iniciados²⁶³; por esta razón, consideramos necesario exponer en qué consisten dichas operaciones y determinar si *de lege lata* pueden incluirse en la descripción típica del art.

²⁶¹ En alusión a la regulación alemana, *BÜRGERS*, BKR (11), 2004, 425; *HAMMEN*, WM (36), 2004, 1760; *GROTHAUS*, ZBB (1), 2005, 63; *ASSMANN*, Kommentar, 2006, 401; *PAWLIK*, Verbot von Insidergeschäften, 2007, 404.

²⁶² Crf. *BÜRGERS*, BKR (11), 2004, 425; *HEMELING*, ZHR (169), 2005, 285; *SCHNEIDER*, DB (49), 2005, 2678; *ASSMANN*, Kommentar, 2006, 400; *PAWLIK*, Verbot von Insidergeschäften, 2007, 409; así tb., cuando la norma alemana exigía la explotación (*Ausnutzung*) de la información, *CAHN*, ZHR (162), 1998, 18, 19.

²⁶³ En la doctrina alemana, *OTTO*, Der Mißbrauch von Insider-Informationen, 1994, 455, sostenía que – de conformidad con el art. 1 Directiva 89/592- las prácticas de *front-running* podían incluirse dentro de las informaciones propias de los iniciados; así tb., *MÖLLER*, BFuP (46), 1994, 105, admitía que los casos de *frontrunning* estaban abarcados ya por el concepto de información privilegiada; atendiendo a la nueva regulación, *ALTENHAIN*, Kölner Kommentare zum Unternehmens, 2007, 2517, admite *de lege lata* que el *frontrunning* puede ser abarcado por el § 38 ap.1 WpHG; así tb., en España, *PRIETO DEL PINO*, Uso de información privilegiada, 2004, 336. A pesar de esta interpretación, el legislador comunitario (Considerando diecinueve de la Directiva 2003/6/CE) estableció expresamente la necesidad de que los Estados miembros combatieran las prácticas del denominado *front running*.

285 CP²⁶⁴. Así, el *Front-running* consiste básicamente en la realización de operaciones bursátiles en beneficio propio tomando como referencia las órdenes de compra o venta de títulos emitidas por un determinado cliente, órdenes que seguramente influirán en el precio del mercado; dicho de otro modo: en el *front-running* el sujeto, v. gr., un intermediario financiero, antes de ejecutar la orden de compra o venta emitida por su cliente, y previendo la influencia de ésta en el precio de las cotizaciones, ejecuta operaciones de compra o venta de títulos en beneficio propio, según que la orden del cliente proyecte una alza o una baja en los precios. De esta forma, las operaciones de compra de títulos irán seguidas de su posterior venta (con la consiguiente plusvalía), una vez que se haya ingresado o ejecutado la orden del cliente, de manera que el intermediario financiero antepone sus intereses por encima de, frente a (*in front of*) los del cliente, pudiendo incluso causarle perjuicios cuando, por ejemplo, la posterior venta de las acciones (del intermediario) implica un incremento en el precio de adquisición que inicialmente pagaría el cliente²⁶⁵.

Como es evidente, pues, las prácticas de *front-running* sugieren la realización de operaciones bursátiles que, en principio, podrían ser abarcadas perfectamente por la modalidad típica del uso de información privilegiada, razón por la cual consideramos que a efectos sistemáticos es más conveniente exponer y analizar esta cuestión en el ámbito de la modalidad típica del uso de información privilegiada. Para efectuar una correcta interpretación de estos casos nuevamente habrá que tener en cuenta las disposiciones administrativas que regulan lo que modernamente se conoce como “abuso de mercado”; así, desde el punto de vista legislativo, la LMV no regula expresamente los casos de *front running*, sino que es a través de la Directiva 2003/6/CE y el RD 1333/2005 (de 11 noviembre) donde se recogen estos supuestos bajo la noción de información privilegiada²⁶⁶. De esta forma, la incriminación penal de tales prácticas

²⁶⁴ A favor de esta posibilidad, HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 196.

²⁶⁵ Vid. sobre las prácticas de *front running*, en la doctrina alemana, OTTO, Der Mißbrauch von Insider-Informationen, 1994, 455; HOPT, BFuP (46), 1994, 92; CLAUSSEN, DB (1), 1994, 31; ASSMANN, WM (30), 1996, 1345; ENGEL, JA (6), 1996, 515; FLEISCHER, DB (1/2), 2004, 52; ACHENBACH, NStZ (10), 2004, 553; BERGMANN/DREES, StraFo (9), 2005, 366; HIENZSCH, Insiderhandelsverbot, 2006, 22-24; ALTENHAIN, Kölner Kommentare zum Unternehmens, 2007, 2474; en España, VIVES, Comentarios, 1995, 55; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 196; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 334.

²⁶⁶ El art. 1 párrafo 3º de la Directiva 2003/6/CE y el art. 1.1 párrafo 2º del RD 1333/2005, de 11 noviembre (por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de

encuentra un punto de apoyo, aunque lo determinante seguirá siendo –a nuestro juicio– la interpretación teleológica del tipo.

La doctrina alemana, por su parte, admite sin mayor reparo la inclusión de los casos de *front running* en la prohibición penal de las operaciones de iniciados, ya que *de lege lata* el § 13 ap.1 núm.1 WpHG establece expresamente que también constituyen informaciones privilegiadas los datos relativos a órdenes emitidas por otras personas para la compra o venta de instrumentos financieros²⁶⁷; sin embargo, la cuestión era dudosa con la anterior regulación, pues omitía toda referencia al *front-running* como un supuesto de operación con información privilegiada²⁶⁸.

A nuestro juicio, con independencia de que la normativa comunitaria regule expresamente los casos de *front running*, admitiendo que las órdenes de compra o venta de títulos encajan dentro del concepto de información privilegiada, lo cierto es que – como hemos anticipado– la interpretación teleológica del tipo avala la tesis de que las prácticas del denominado *front-running* son constitutivas de *insider trading*, ya que el intermediario que se anticipa a las órdenes del cliente hace “uso”, en el sentido del art. 285 CP, de una información a la que ha tenido acceso reservado y que es relevante para la cotización de los títulos a los que la información se refiere. Así mismo, como hemos apuntado, tales prácticas también podrían ocasionar perjuicios al propio cliente que emite la orden cuando, por ejemplo, la venta de los títulos del iniciado implica un incremento del precio que el cliente estaba dispuesto a pagar por éstos. Sin embargo, la aplicación del art. 285 CP no es única ni primordialmente la vía para proteger estos eventuales perjuicios de personas concretas (aunque también están abarcados por el

abuso de mercado) prescriben que “En cuanto a las personas encargadas de la ejecución de las órdenes relativas a los valores negociables o instrumentos financieros, también se considerará información privilegiada toda información transmitida por un cliente en relación con sus propias órdenes pendientes, que sea de carácter concreto, y que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores de valores o instrumentos financieros o a uno o varios valores o instrumentos financieros y que, de hacerse pública, podría tener repercusiones significativas en la cotización de dichos valores o instrumentos financieros o en la cotización de los instrumentos financieros derivados relacionados con ellos”.

²⁶⁷ Cfr. VOLK, BB (2), 1999, 68; DIEKMANN/SUSTMANN, NZG (20), 2004, 931; BERGMANN/DREES, StraFo (9), 2005, 366; KOCH, DB (5), 2005, 268; ASSMANN, Kommentar, 2006, 404, 410; ALTENHAIN, Kölner Kommentare zum Unternehmens, 2007, 2474, 2517; así tb., el BGH mediante un *obiter dictum* en sentencia del 6.11.2003; NJW, 2004 (5), 302, 303.

²⁶⁸ DIEKMANN/SUSTMANN, NZG (20), 2004, 931; por su parte, CLAUSSEN, DB (1), 1994, 31, defendía ya la punibilidad del *front-running* bajo la vigencia de la versión original de la WpHG.

ámbito de los elementos del tipo y darán lugar a responsabilidad civil derivada de este delito), ya que no se trata de un delito patrimonial, sino de un auténtico delito económico que protege un bien jurídico colectivo, al que hemos identificado con la “igualdad en el riesgo” ínsito de las operaciones bursátiles.

7.2.2.4) Los supuestos de Scalping (reventa): ¿atipicidad, delito de iniciados o manipulación de mercado?

En Alemania, tanto la doctrina como la jurisprudencia han discutido amplia y minuciosamente sobre la naturaleza jurídica del denominado *Scalping*²⁶⁹ (reventa (ventajosa) previa recomendación o consejo con ulterior reventa), encontrándose en la actualidad posturas divergentes, pues a pesar de que un importante sector sostiene que el *Scalping* no constituye en absoluto un supuesto de *Insiderdelikt*²⁷⁰, hay quienes defienden lo contrario²⁷¹. En tal sentido, este epígrafe tiene como objetivo analizar si en tales prácticas concurren los elementos esenciales del tráfico de información privilegiada o si, por el contrario, estamos frente a conductas subsumibles en otras figuras delictivas (v. gr., la manipulación de precios) o si, finalmente, se trata de conductas penalmente irrelevantes o incluso de conductas inocuas que no lesionan ni ponen en peligro ningún bien jurídico. Así pues, hay que empezar por determinar en qué consisten tales prácticas.

²⁶⁹ Más ampliamente sobre el *Scalping* y su consideración como delito de iniciado (*Insiderdelikt*) o como manipulación de mercado (*Kursmanipulation*), ASSMANN, WM (30), 1996, 1345; Kommentar, 2006, 413 ss; ENGEL, JA (6), 1996, 515; CAHN, ZHR (162), 1998, 20, 21; SCHNEIDER/BURGARD, ZIP (10), 1999, 381-390; VOLK, BB (2), 1999, 67, 68; PETERSEN, Wistra (9), 1999, 328-333; LENENBACH, ZIP (6), 2003, 243-247; SCHMITZ, ZStW (115), 2003, 501; MÜHLBAUER, Wistra (5), 2003, 169-173; EICHELBERGER, WM, 2003, 2121; FLEISCHER, DB (1/2), 2004, 51-55; VOGEL, NStZ (5), 2004, 252-256; BERGMANN/DREES, StraFo (9), 2005, 366; HIENZSCH, Insiderhandelsverbot, 2006, 22-24; ALTENHAIN, Kölner Kommentare zum Unternehmens, 2007, 2474; PAWLIK, Verbot von Insidergeschäften, 2007, 403, 404.; en España, FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 97 n. 133, solamente enuncia el problema sin entrar a valorarlo.

²⁷⁰ WEBER, NZG, 2000, 113, 124 s; NJW, 2000, 562, 563; VOLK, BB (2), 1999, 66; ZIP, 1999, 787, 788 s; PETERSEN, Wistra (9), 1999, 329, 333; LENENBACH, ZIP (6), 2003, 246, 247; FLEISCHER, DB (1/2), 2004, 51, 55; VOGEL, NStZ (5), 2004, 253, 254; ACHENBACH, NStZ (10), 2004, 553; BERGMANN/DREES, StraFo (9), 2005, 366; ALTENHAIN, Kölner Kommentare zum Unternehmens, 2007, 2476; en la jurisprudencia, la sentencia del BGH de 6.11.2003, DB, 2004, 64.

²⁷¹ Así, a favor del *Scalping* como delito de iniciados, en la doctrina, HOPT, ZGR, 1991, 34; ASSMANN, WM (30), 1996, 1345; CAHN, ZHR (162), 1998, 20, 21; JAHN, EWiR, 1999, 1189; SCHNEIDER/BURGARD, ZIP (10), 1999, 390; LENZEN, WM, 2000, 1137; en la jurisprudencia, la sentencia del LG Frankfurt de 9.11.1999, NJW (4), 2000, 301, 302 (“Caso Egbert Prior”); sentencia del LG Stuttgart de 30.8.2002, ZIP (6), 2003, 259 (“Caso Sascha Opel”).

El *Scalping* supone la realización de operaciones bursátiles por parte de un sujeto, el *Scalper* (consejero o recomendador-revendedor) que, aprovechándose del prestigio de que goza en el mercado de valores, debido a su vasta experiencia y trayectoria como asesor o generador de acertados comentarios sobre la evolución del mercado, emite públicamente opiniones o recomendaciones sobre la viabilidad de efectuar determinadas transacciones para luego obtener ventajas económicas como producto de la previsible incidencia de sus valoraciones en el curso de las cotizaciones. El supuesto tradicional está constituido por las operaciones de **compra** de títulos valores a precios bajos para luego efectuar su **re-venta** a un mejor precio cuando los inversores hayan decidido adoptar las recomendaciones del *Scalper*, relativas a la viabilidad de comprar los títulos valores previamente adquiridos por él; de esta forma, la autorizada voz del *Scalper* en materia bursátil hará que muchos inversores lleven a cabo la operación por él recomendada sin conocer obviamente las verdaderas intenciones del consejero. Lo determinante es, pues, que el *Scalper* goce de un gran prestigio y que, en consecuencia, sus valoraciones no pasen desapercibidas para el inversor, sino que serán tomadas en consideración en sus decisiones de inversión o desinversión; se trata, por tanto, de un sujeto (v. gr., analista financiero o periodista económico) que genera opiniones, análisis y valoraciones, un *Börsenguru* o “gurú de la Bolsa” en definitiva²⁷².

Según el esquema expuesto, el *Scalping* estaría estructurado de la siguiente manera: **transacción-recomendación-transacción**, esto es, **compra** de títulos a menor precio - **recomendación** de comprar dichos títulos, lo que ocasionará un alza en las cotizaciones y -**posterior venta** de los títulos valores a un precio mayor, obteniendo así ventajas económicas. Aunque, como hemos mencionado, la transacción inicial por antonomasia es la compra de títulos valores para su posterior venta, son imaginables los casos en los que el *Scalper* realiza la operación contraria, es decir, la venta inicial de títulos ya poseídos (transacción), la recomendación a quienes los hubieran adquirido de volverlos a vender y- la readquisición de dichos títulos a través de su posterior compra a precios bajos debido a la caída de las cotizaciones ocasionada por los pronósticos negativos manifestados por el sujeto en sus valoraciones (transacción)²⁷³. Con todo, a los efectos

²⁷² LENENBACH, ZIP (6), 2003, 244; ALTENHAIN, Kölner Kommentare zum Unternehmens, 2007, 2475.

²⁷³ Admite esta posibilidad, LENENBACH, ZIP (6), 2003, 243 n. 3.

de analizar la eventual concurrencia de un delito de iniciados en la conducta del *Scalper*, partiremos del supuesto más común, es decir, la compra de títulos y su posterior venta.

Antes de iniciar el análisis propuesto, creemos necesario aclarar que el término *Scalping* al que hemos aludido también es utilizado en los casos de “reventa” de, por ejemplo, entradas a espectáculos musicales (conciertos) o eventos deportivos, es decir, en este ámbito el *Scalper* compra un volumen elevado de entradas a precio original y posteriormente las revende a un precio sustancialmente mayor; sin embargo, en estos supuestos el revendedor no recomienda a nadie la ejecución de la compra de los billetes, sino que simplemente confía en que los *fans* del artista o de la estrella deportiva pagarán cualquier precio por asistir al evento. Esta práctica es usualmente aceptada y desde luego no plantea problemas en el ámbito bursátil.

Pues bien, consideramos que el análisis del *Scalping* a la luz del delito de iniciados debe partir necesariamente de dos elementos fundamentales, a saber: el concepto de información privilegiada y la calidad del *Scalper* (consejero o recomendador-revendedor) como supuesto iniciado; iniciaremos, pues, con el examen de la cualificación del sujeto²⁷⁴. A la luz de la regulación española del delito de iniciados (art. 285 CP), sujeto activo sólo puede ser quien hubiera tenido acceso reservado a la información “con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial”, en este sentido, pues, no cabe duda que el sujeto ostenta una condición profesional cuando, por ejemplo, se trata de un analista financiero que emite opiniones y consejos de inversión; sin embargo, el recurso a una interpretación teleológica y gramatical **impide que pueda afirmarse que el *Scalper* ha tenido acceso reservado** a una información generada por él mismo, siempre que se admitiera que la mera finalidad o propósito que subyace en la recomendación es una información privilegiada, cuestión esta sumamente dudosa. En consecuencia, el primer obstáculo para la subsunción del *Scalping* en el delito de iniciados no está determinado tanto por la cualidad del sujeto, pues normalmente el agente actuará en el ejercicio de su profesión, sino precisamente por la exigencia del acceso reservado, lo que supone –a nuestro juicio– la existencia previa de

²⁷⁴ Así, adoptan esta forma de proceder, CAHN, ZHR (162), 1998, 21; MÜHLBAUER, Wistra (5), 2003, 169; por su parte, LENENBACH, ZIP (6), 2003, 244, sugiere que un correcto análisis sobre el tratamiento jurídico del *Scalping* debe partir por determinar qué problemas plantea este fenómeno y qué intereses son dignos de protección en el mercado de valores frente a la actuación del *Scalper*.

una información no generada por el propio sujeto. Además, se ha argumentado que la finalidad de la recomendación no constituye ninguna información privilegiada porque falta la referencia al emisor o a los títulos valores²⁷⁵.

En la doctrina alemana, los defensores del *Scalping* como delito de iniciados han articulado el fundamento de su punición tomando como base la cualidad del sujeto activo, la calificación del propósito de las recomendaciones como hecho relevante y la existencia de un nexo causal entre la profesión del iniciado y el conocimiento de tal hecho relevante. En este sentido, CAHN plantea la cuestión de si –en atención a la regulación alemana inicial (1994) – el conocimiento de la propia **finalidad (oculta) de las recomendaciones** (conseguir un enriquecimiento del propio recomendante por la subida de la cotización de sus títulos debida al incremento de compras) se funda justamente en la profesión u oficio del *Scalper*, admitiendo que la eventual calificación de éste como sujeto activo se verifica precisamente porque su actividad profesional es el presupuesto necesario para la influencia de las recomendaciones en el curso de las cotizaciones y, por tanto, la causa que motiva a los inversores a adoptar los consejos del sujeto. Además, aunque un sector doctrinal ha sostenido que el conocimiento del propósito de las recomendaciones no es en realidad –conforme al uso prescrito– resultado de la profesión u oficio del consejero, sino más bien consecuencia inevitable de decisiones propias, este autor admite que la finalidad de la recomendación es también para el consejero mismo una información relevante, por lo que jurídicamente existe una relación de causalidad entre la profesión del *Scalper* y su conocimiento, ya que la profesión se requiere no sólo para el conocimiento especial del hecho, sino incluso para la existencia del mismo y su potencial influencia causal en el curso de las cotizaciones²⁷⁶.

Bajo la regulación inicial del *insider trading* en la legislación alemana, que exigía –probablemente influenciada por el art. 2.1 de la Directiva 89/592/ CEE, la “explotación” (*Ausnutzung*) de un hecho relevante, los defensores del *Scalping* como delito de iniciados solían acudir al “juego de los roles” para fundamentar la incriminación penal de tal conducta; desde esta perspectiva, el *Scalper* actuaría bajo dos roles diferenciados,

²⁷⁵ Cfr. ALTENHAIN, *Kölner Kommentare zum Unternehmens*, 2007, 2475, 2476.

²⁷⁶ CAHN, *ZHR* (162), 1998, 21.

a saber: por un lado fungiría como comprador (o vendedor) de títulos valores y, por otro, se constituiría en un sujeto que adopta la intención de proporcionar una recomendación. De esta forma, la intención de proporcionar la recomendación era – a juicio de un sector– **aprovechada** por el *Scalper* en su rol de comprador (vendedor) de títulos valores, de manera que podía afirmarse la “explotación” del hecho relevante por parte del éste²⁷⁷; sin embargo, como hemos mencionado, la regulación alemana actual ya no exige la explotación del hecho relevante, sino sólo la “utilización” de una información privilegiada, por lo que un tal planteamiento no parece tener ya vigencia.

Por otro lado, un sector de la doctrina alemana o bien niega parcialmente la relevancia jurídico-penal del *Scalping* o reconduce tal conducta al delito de manipulación de precios; así, por ejemplo, *ALTENHAIN* entiende que el *Scalper* que adquiere títulos valores para luego recomendar su compra no comete ningún delito de *insider trading*; no obstante, advierte que el amigo del *Scalper* que adquiere títulos en virtud de la información proporcionada por éste sobre el propósito de su recomendación, sí que estaría infringiendo la normativa *anti-insider*, pues “utiliza” un conocimiento privilegiado, a saber: la finalidad de la recomendación²⁷⁸. Por su parte, *LENENBACH* argumenta ampliamente que los casos de *Scalping* encajan en el delito de manipulación de precios, ya que el punto esencial de esta conducta que lesiona el mercado de valores no reside en la explotación de un hecho relevante no conocido públicamente, sino en el fraude (engaño) sobre el verdadero contenido de la recomendación emitida. Al respecto, sostiene que la recomendación del *Scalper* no abarca la declaración concluyente de que la misma no está influenciada por su verdadero propósito, esto es, el aprovechamiento de la alteración de los precios provocado por la recomendación para llevar a cabo negocios propios²⁷⁹. A juicio del citado autor, el Derecho de iniciados protege la confianza del inversor en el acceso igualitario a hechos relevantes y no la confianza en las recomendaciones, puesto que de un inversionista se puede esperar que él distinga y

²⁷⁷ Así, por primera vez, ASSMANN, WM (30), 1996, 1345 ss; ampliamente, SCHNEIDER/BURGARD, ZIP (10), 1999, 387 ss. En su día, esta tesis fue calificada como una “maniobra o artificio” y en su contra se argumentaba que la transformación de una decisión propia no constituía ninguna **explotación**, incluso para el *Scalping*; en este sentido, VOLK, BB (2), 1999, 68; WEBER, NZG, 2000, 125; KUDLICH, JR, 2004, 193; MÜHLBAUER, Wistra (5), 2003, 172; ALTENHAIN, Kölner Kommentare zum Unternehmens, 2007, 2475, 2476.

²⁷⁸ ALTENHAIN, Kölner Kommentare zum Unternehmens, 2007, 2476.

²⁷⁹ Vid. LENENBACH, ZIP (6), 2003, 246.

valore las recomendaciones como lo que son: juicios o valoraciones subjetivas sin carácter de hecho real²⁸⁰; en consecuencia, una recomendación no constituye un hecho relevante y, por esa razón, en el *Scalping* falta ya este elemento característico del *Insiderdelikt*.

Es evidente, pues, que para *LENENBACH* el factor determinante para la punición del *Scalping* como manipulación de precios es la afirmación de que el *Scalper* **engaña** al mercado sobre el verdadero contenido de su recomendación, pues no revela el conflicto de intereses que subyace en su conducta, de manera que el consejero que no señala directamente sus propósitos engaña sobre el interés declarativo de su recomendación²⁸¹.

7.2.2.4.1) *El Scalping en la jurisprudencia alemana*

En Alemania, el tribunal territorial (*Landgericht*) de Stuttgart fue el primero en condenar por *insider trading* a un sujeto que realizó una operación constitutiva de *Scalping*²⁸². Se trataba del señor Sascha Opel, quien fungía como jefe de redacción interino de una revista de inversión y que, debido a su gran prestigio como especialista en inversiones y creador de opiniones bursátiles, era el invitado especial de un programa de televisión bursátil. Además de su actividad periodística, Sacha Opel aconsejaba en materia bursátil a diversos fondos de acciones, por lo que a sabiendas de que sus consejos serían adoptados por dichas instituciones, compró acciones por un valor total de 469.000 euros y luego impulsó el incremento del curso de las cotizaciones a través de sus recomendaciones de compra. Tal y como pretendía desde el inicio, el señor Opel vendió poco tiempo después sus propias acciones, habiendo obtenido en el transcurso de 11 días un beneficio económico de 61.000 euros²⁸³.

²⁸⁰ Así, PETERSEN, *Wistra* (9), 1999, 328; WEBER, *NZG*, 2000, 113.

²⁸¹ *LENENBACH*, *ZIP* (6), 2003, 244.

²⁸² Cfr. sentencia del LG Stuttgart de 30.8.2002, *ZIP* (6), 2003, 259 (“Caso Sascha Opel”).

²⁸³ El Tribunal Federal alemán revocó esta resolución y decidió que -en su lugar- debía condenar al imputado por un delito de manipulación de precios y del mercado del § 20 a) ap. 1 núm. 2 *WpHG*, ya que a su juicio en el *Scalping* falta ya la exigencia de una información privilegiada; los hechos relevantes propiamente generados no encajan en dicho concepto, pues normalmente una información ofrece una referencia a terceros. En este punto descansa la diferencia con el denominado *Front-running*: mientras el Frontrunner realiza negocios propios con conocimiento del mandato de sus clientes, teniendo a su disposición informaciones externas, falta en el *Scalper* una tal referencia externa. Cfr. al respecto, la sentencia del BGH de 6.11.2003 – 1 StR 24/03, DB, 2004, 64.

Los principales puntos de controversia giraron esencialmente en torno a dos cuestiones: 1) por un lado, se analiza si la finalidad que subyace en la recomendación del *Scalper* constituye *per se* un hecho relevante a los efectos del § 13 ap. 1 WpHG²⁸⁴, o si la ejecución de los planes del *Scalper* mediante la explotación de un “hecho relevante” **generado** por él mismo puede entenderse abarcado por el § 14 ap. 1 núm. 1 WpHG y; 2) por otro lado, se discute si el *Scalping* no constituye en realidad un delito de manipulación de precios del § 20 a) WpHG. A la primera cuestión, el LG de Stuttgart respondió afirmativamente, admitiendo que hechos relevantes también pueden ser las propias intenciones en el consejo o recomendación que afectan a las futuras transacciones.

7.2.2.4.2) Toma de postura

A la luz del Derecho positivo español, la conducta del consejero-revendedor o *Scalper* no es subsumible –a nuestro juicio– en el delito de iniciados, y esto por dos razones fundamentales, a saber:

a) la exigencia típica de que el iniciado tenga “acceso reservado” a la información relevante sugiere que la misma es preexistente a la recomendación emitida por el *Scalper*; en este sentido, pues, no “accede” a ninguna información quien sólo se limita a emitir un consejo de inversión; y

b) la recomendación del *Scalper* no constituye una información privilegiada (o relevante), ya que dicho objeto material requiere, entre otras cosas, que la información sea **idónea** para influir en el precio de las cotizaciones y, como hemos apuntado, para determinar la idoneidad o relevancia de la información no basta con que el sujeto crea que la misma tiene entidad suficiente para influir en el precio de las cotizaciones (criterio subjetivo-objetivo del inversor razonable), sino que es preciso, además, que la información sea **objetivamente** idónea para producir una variación sustancial en el precio de los valores; en consecuencia, por mucho que el *Scalper* goce de una gran

²⁸⁴ A favor de esta interpretación, ASSMANN, WM (30), 1996, 1345; CAHN, ZHR (162), 1998, 21; SCHNEIDER/BURGARD, ZIP (10), 1999, 386; por su parte, VOLK, BB, 1999, 67; WEBER, NZG, 2000, 121, niegan la existencia de un hecho relevante, pues consideran que se trata de una recomendación, una simple opinión que no puede ser considerada como un “hecho relevante”.

reputación en el ámbito bursátil, sus recomendaciones no pasan de ser meras declaraciones subjetivas que no tienen garantizada la necesaria influencia en el precio de las cotizaciones, pues cabe perfectamente la posibilidad de que los inversores no atiendan las sugerencias de inversión, sea porque no tienen interés en realizar operaciones en ese momento o porque, pese al prestigio del *Scalper*, no confían en sus pronósticos debido a que, por ejemplo, la recomendación no se ajusta a la realidad económica que atraviesa una determinada compañía.

Además, como ha señalado el BGH alemán, la información privilegiada requiere una referencia a terceros y, en el *Scalping*, la recomendación nace de una decisión propia. En consecuencia, en el *Scalping* falta ya la información privilegiada (o relevante), objeto material que constituye el núcleo esencial del *insider trading*. La anterior conclusión deja fuera del delito de iniciados las operaciones realizadas por el amigo del *Scalper* que, al conocer las verdaderas intenciones de éste, compra títulos valores para su posterior venta cuando la recomendación haya sido públicamente difundida y produzca una variación favorable en el precio de las cotizaciones.

Por otro lado, la posible consideración del *Scalping* como manipulación de precios del art. 284 CP también podría encontrar una limitación importante si admitimos que, desde una perspectiva victimodogmática, la aplicación del principio de autorresponsabilidad de la víctima restringe la punibilidad del *Scalper*, ya que éste se limita simplemente a emitir una recomendación que puede o no ser adoptada libremente por el inversor. Podría admitirse que el *Scalper* “engaña” sobre el interés declarativo de su intención pero, al no tener la recomendación un carácter vinculante, opera la plena libertad de disposición de la propia víctima. Quizá sería de aplicación el art. 284 CP si se interpreta que la recomendación sobre las proyecciones del mercado supone la difusión de una “noticia falsa”, pero desde luego dicho precepto no sería de aplicación si intentáramos reconducir la conducta del *Scalper* al uso de información privilegiada para ocasionar una variación en el curso de las cotizaciones, pues –como hemos apuntado– la recomendación no encaja dentro del concepto de información privilegiada.

7.2.2.5) La “utilización” de una información relevante para las cotizaciones derivada del Due-Diligence-Prüfung (examen o análisis con la debida diligencia): ¿supuesto de Insiderdelikt?

Antes de exponer la problemática que encierra la “utilización” de una información privilegiada obtenida tras la ejecución de un “análisis con la *due diligence* o diligencia debida”, en alemán *Due-Diligence-Prüfung*, consideramos necesario explicar en qué consiste dicha institución. Pues bien, bajo el nombre de *Due Diligence Prüfung* o “examen o análisis con la de diligencia debida” se comprende el proceso en virtud del cual el futuro adquirente de una empresa realiza, con el consentimiento expreso y la colaboración del vendedor, una detallada investigación sobre distintas áreas del negocio que se desea adquirir, a saber: aspectos financieros, fiscales, legales, laborales e incluso ambientales. La finalidad esencial de esta operación es la de “reducir los riesgos” de la transacción, para lo cual es preciso conocer detalladamente el funcionamiento de la empresa²⁸⁵. Se trata de una práctica muy común cuando una sociedad va a ser comprada tras un periodo de negociación entre inversores y vendedores, siendo necesario que el comprador muestre un interés real, normalmente reflejado mediante la suscripción de una “carta de intenciones”. En definitiva, pues, a través del examen con diligencia debida se realiza una evaluación detallada del negocio, revisando la posible existencia de pasivos ocultos u otras contingencias que sean de interés para la ejecución de la transacción. De esta forma, el interés que dicho instituto despierta en el ámbito del delito de iniciados se debe a la discusión sobre si el uso de informaciones privilegiadas derivadas de un examen con diligencia debida constituye o no un supuesto de *Insiderdelikt*²⁸⁶.

En tal sentido, pues, desde que el legislador alemán sustituyó el término “explotación” (*Ausnutzung*) de un hecho relevante por el de “utilización” (*Verwendung*) de información privilegiada, la doctrina alemana ha planteado un intenso debate sobre la cuestión de si aquél que obtiene información privilegiada en virtud de un *Due Diligence*

²⁸⁵ Vid. más ampliamente sobre el concepto de *Due Diligence*, entre otros, JULIÁN, La revisión del negocio, diligencia debida o Due Diligence, en procesos de fusiones y adquisiciones, en: Mascareñas Pérez-Íñigo (coord.), 2004, 421 ss; HERNANDO CEBRIÁ, La revisión legal (“legal due diligence”) en el derecho mercantil, Comares, Granada, 2008, 7-9.

²⁸⁶ A favor, ZIEMONS, NZG (20), 2004, 537, 539 s. En contra, HOPT, ZGR, 2002, 333, 358; HEMELING, ZHR (169), 2005, 285, 294.

Prüfung, negocia –mediante la “utilización” de dicha información– cuando transforma en hechos las decisiones de compra previamente adoptadas²⁸⁷. Esto es así porque, con la anterior regulación, se admitía que en todo caso el comprador no “explotaba” el conocimiento de un hecho relevante, sino que actuaba ejecutando las decisiones y planes empresariales adoptados previamente²⁸⁸; sin embargo, con la regulación actual ya no se requiere que el iniciado actúe con una determinada finalidad v. gr., la obtener una ventaja económica, sino que basta con que el sujeto incorpore la información privilegiada en sus operaciones para que concurra una infracción contra el derecho de iniciados. La consecuencia de esta reforma –sostiene *GROTHAUS*– es que la “utilización” de información privilegiada debe presumirse siempre que se adquieran títulos valores después de efectuado el *Due Diligence Prüfung*, por lo que –desde esta perspectiva– bastaría con que la información privilegiada hubiese sido incorporada en la decisión de compra²⁸⁹.

En consecuencia, una estricta interpretación de la norma conduciría a afirmar que la adquisición de acciones cotizadas en bolsa cuando se dispone de información privilegiada, obtenida después de la ejecución de un examen con diligencia debida, ya no estaría permitida, lo que –a juicio de *GROTHAUS*– sólo se aplicaría a las adquisiciones empresariales en los casos de venta de activos²⁹⁰. En realidad –sostienen *DIEKMANN/SUSTMANN*– en estos casos el motivo para la compra de las acciones no es la información privilegiada, sino la decisión de compra previamente adoptada²⁹¹; sin embargo, admiten que es muy difícil imaginar que el resultado de un examen con diligencia debida no sea tomado en cuenta en la operación, pues éste sirve precisamente para confirmar la decisión de compra proyectada inicialmente, razón por la cual manifiestan sus dudas sobre la permisibilidad de la adquisición de acciones de una

²⁸⁷ Sobre esta cuestión, cfr. *DIEKMANN/SUSTMANN*, NZG (20), 2004, 931; *ZIEMONS*, NZG (20), 2004, 539; *HASSELBACH*, NZG, 2004 (20), 1087; *HEMELING*, ZHR (169), 2005, 274-294; *KOCH*, DB (5), 2005, 269; *GROTHAUS*, ZBB (1), 2005, 63, 64; *ASSMANN*, Kommentar, 2006, 411, 447; *PAWLIK*, Verbot von Insidergeschäften, 2007, 407, 408, 410.

²⁸⁸ Cfr. *HEMELING*, ZHR (169), 2005, 284; *KOCH*, DB (5), 2005, 269.

²⁸⁹ Cfr. *GROTHAUS*, ZBB (1), 2005, 63.

²⁹⁰ *GROTHAUS*, ZBB (1), 2005, 64.

²⁹¹ En el mismo sentido, *FROMM-RUSSENSCHUCK/BANERJEA*, BB, 2004, 2426; *PAWLIK*, Verbot von Insidergeschäften, 2007, 407, 408.

empresa después de la ejecución previa de un *Due Diligence Prüfung* del que se obtiene una información privilegiada²⁹².

Así pues, un sector de la doctrina entiende que de la nueva versión del § 14 ap. 1 núm.1 se deduce que, en el supuesto aquí planteado, el sujeto infringiría la prohibición del uso de información privilegiada²⁹³, lo que sin duda alguna traería considerables dificultades en la práctica. Al respecto, se ha propuesto considerar que la solución a esta cuestión vendría determinada por la **reducción teleológica** de la norma, tomando como referente el considerando 29 de la Directiva sobre abuso de mercado que dispone: “El acceso a la información privilegiada de otra empresa y el uso de la misma en el contexto de una oferta pública de adquisición con el fin de obtener el control de dicha empresa o de proponer una fusión con la misma no debe considerarse en sí mismo como constitutivo de abuso de información privilegiada”²⁹⁴. De esta forma, pues, se entiende que, al menos en el ámbito de las OPA´s, sí que estaría permitido utilizar informaciones privilegiadas obtenidas como resultado de la ejecución de un test con diligencia debida, aunque lo deseable sería que dicha facultad se extendiera a otro tipo de operaciones con intereses similares. Se admite, entonces, que una interpretación tan restrictiva de la norma es posible, aunque está aquejada de una gran incertidumbre²⁹⁵.

Por otro lado, hay quienes –como *SCHNEIDER*, *HEMELING* o *KOCH*– entienden que en estos casos la existencia de una **relación de causalidad** entre conocimiento de la información privilegiada y la orden de compra será el elemento determinante para afirmar la infracción del § 14 ap.1 núm.1 WpHG, de manera que al faltar este requisito no se infringiría tal disposición²⁹⁶. Esta exigencia parece incorporada en la guía del emisor, editada por el instituto federal de servicios de inspección de las finanzas, en la que se indica que una modificación en la conducta del comprador en el *Due Diligence* podría dar lugar a un tráfico de información privilegiada punible. La consecuencia de

²⁹² DIEKMANN/SUSTMANN, NZG (20), 2004, 931.

²⁹³ Así, parece defender esta postura, ZIEMONS, NZG (20), 2004, 539.

²⁹⁴ KOCH, DB, 2005, 269.

²⁹⁵ DIEKMANN/SUSTMANN, NZG (20), 2004, 931.

²⁹⁶ SCHNEIDER, DB (49), 2005, 2678; HEMELING, ZHR (169), 2005, 285; KOCH, DB (5), 2005, 269.

esta exigencia sería que el comprador, autorizado a realizar un examen con diligencia debida para ejecutar su estrategia de compra, no incurriría en *insider trading* si llegara a cerrar la operación con conocimiento de información privilegiada, pues no existiría un nexo causal entre la información obtenida por el análisis con *Due Diligence* y la subsiguiente compra. Así pues, se argumenta que cualquiera que en el ámbito de las estrategias de inversión de la empresa, primero verifica y luego compra, no incurre en conducta punible²⁹⁷; sin embargo, se advierte que la cuestión es distinta cuando el comprador realiza, en virtud de la información privilegiada obtenida del examen con diligencia debida, una adquisición adicional no prevista originalmente (*Alongside-purchases*), pues en tal caso sí que habría causalidad entre la información relevante y la compra adicional de títulos y, en consecuencia, se produciría la “utilización” (*Verwendung*) de información privilegiada a que se refiere el § 14 ap.1 núm.1 WpHG²⁹⁸.

Desde la perspectiva antes planteada, pues, se defiende que un potencial comprador no necesita retroceder ante la utilización de los instrumentos del análisis con *Due Diligence*, pues en modo alguno cometería un *Insiderdelikt*; la razón: la utilización de informaciones privilegiadas derivadas del examen con diligencia debida, antes de la compra proyectada por la empresa, no está abarcada por el contenido del § 14 ap.1 núm.1 WpHG, ya que –como señala *HEMELING*– si bien el interés en la adquisición de las acciones se toma desde un inicio, es decir, ya antes de la realización del examen con diligencia debida, también es cierto que desde ese momento existían ya reservas para efectuar la transacción o pagar menos por la adquisición, lo que dependería precisamente de los resultados del examen con *Due Diligence*²⁹⁹.

A nuestro juicio, las anteriores consideraciones son aplicables *mutatis mutandis* al art. 285 CP, ya que la llamada modalidad reflexiva exige que el iniciado “use” la información privilegiada en un mercado organizado, oficial o reconocido, sin exigir –al igual que la regulación alemana actual– la concurrencia de ningún especial elemento subjetivo. Una interpretación gramatical estricta sugiere que el agente que negocia con

²⁹⁷ SCHNEIDER, DB (49), 2005, 2678, 2679.

²⁹⁸ Así, HOPT, ZGR, 2002, 358; HEMELING, ZHR (169), 2005, 285; SCHNEIDER, DB (49), 2005, 2679.

²⁹⁹ HEMELING, ZHR (169), 2005, 85, 294.

información privilegiada derivada de un examen con diligencia debida, “usa” dicha información en el sentido del art. 285 CP; sin embargo, consideramos que la reducción teleológica de la norma nos permitirá excluir ciertos supuestos en los que la aplicación del art. 285 CP infringiría, fundamentalmente, el principio de responsabilidad subjetiva, v. gr., cuando los directivos de una compañía han decidido por unanimidad comprar un paquete de acciones de la empresa X y se limitan únicamente a confirmar la orden de compra después de haber ejecutado un examen con *Due Diligence*. Ciertamente es muy difícil imaginar que, en estos casos, la información privilegiada no influya en la operación ejecutada, pero también es obvio que el objetivo de la realización de un examen con diligencia debida es precisamente el de confirmar las decisiones de inversión o desinversión.

La exigencia de un nexo de causalidad entre la decisión de compra o venta y el conocimiento de la información privilegiada es sin duda alguna un criterio determinante para resolver la cuestión aquí planteada; así pues, cuando el sujeto se limita a confirmar la orden de compra previamente adoptada no existirá *insider trading*, pues la decisión ya estaba tomada desde antes que el sujeto conociera la información relevante para las cotizaciones; por el contrario, si luego de conocer la información privilegiada los directivos deciden comprar más acciones que las inicialmente previstas, entonces sí que cabría la aplicación del art. 285 CP, pues en este caso sí que habría un nexo de causalidad entre el conocimiento de la información y la decisión. No obstante, la solución no es tan sencilla cuando como producto de la información privilegiada obtenida del examen con *Due Diligence* se cancela o no se ejecuta la orden de compra inicialmente prevista, ya que no es posible admitir que los directivos están obligados a efectuar una operación que a todas luces es perjudicial para la buena marcha del negocio. Estos casos deberían ser calificados de *insider trading* si entendemos –como sugieren los servicios alemanes de inspección de las finanzas– que **cualquier** modificación en la conducta del iniciado supone la “utilización” de la información privilegiada derivada del examen con diligencia debida. Por último, la referencia al considerando 29 de la Directiva sobre abuso de mercado, en el sentido de excluir del concepto de información privilegiada los datos obtenidos mediante la ejecución de un examen con diligencia debida, constituye un criterio que –por coherencia sistemática y atención al carácter de *ultima ratio* del Derecho penal– debe ser asumido en la labor exegética del art. 285 CP. Y, aunque esta disposición es aplicable únicamente a las

OPA's, nada impide en que pueda invocarse por analogía (interpretación analógica, y además restrictiva de la punibilidad, es decir, pro reo, no contra reo) para otros supuestos.

7.2.2.6) El iniciado que simula realizar operaciones con información privilegiada

La doctrina también ha planteado la cuestión sobre cuál debería ser el tratamiento jurídico-penal que merecen las operaciones bursátiles realizadas por un iniciado que **simula** estar operando con una información privilegiada para incidir, mediante esa simulación, en el precio de las cotizaciones y así obtener ganancias para sí o para terceros. En este sentido, son imaginables los casos en los que un sujeto que potencialmente puede obtener una información privilegiada obtiene ventaja de este hecho para hacer creer a los demás intervinientes en el mercado que su operación está influenciada por dicha información; esta conducta podría realizarla quien, por ejemplo, desea que un amigo obtenga un buen precio por la venta de sus acciones cotizadas en bolsa, de manera que el iniciado simula que, al realizar la compra de un cierto número de dichas acciones, está utilizando la información privilegiada a la que ha tenido acceso reservado, logrando así que los demás participantes en el mercado imiten su conducta y que, en consecuencia, su amigo obtenga ganancias por la venta de las acciones³⁰⁰.

Una primera aproximación al fenómeno planteado nos conduce a negar rotundamente que en estos casos exista un delito de iniciados, por faltar precisamente el objeto material de este tipo penal, esto es, la información relevante para las cotizaciones. Sin embargo, hay quienes entienden que esta conducta es subsumible en el delito de manipulación de precios, pues el sujeto incide con su actuación en el alza o baja de las cotizaciones³⁰¹. Aunque el análisis del delito de manipulación de las cotizaciones escapa del ámbito de nuestro estudio, diremos únicamente que quien simula operar con una información privilegiada no difunde ninguna noticia falsa, tampoco está claro si engaña a otros³⁰² y menos aún utiliza una información privilegiada en el sentido del art. 284 CP.

³⁰⁰ Cfr. al respecto, GARCÍA SANTOS, La regulación del abuso de mercado, 2005, 166.

³⁰¹ Así, GARCÍA SANTOS, La regulación del abuso de mercado, 2005, 166.

³⁰² En este sentido, LUZÓN PEÑA, en: reunión de trabajo realizada el 23 de junio de 2010, entiende que la simulación sí constituye una forma de engaño.

7.2.3) Exclusión de la omisión impropia. La problemática del *insider non trading*

7.2.3.1) Planteamiento

En el ámbito del uso de información privilegiada resultan especialmente problemáticos aquellos casos en los que el sujeto no realiza la operación bursátil que tenía programada, precisamente porque la información a la que ha tenido acceso reservado refleja la desventaja económica que supone la ejecución de los negocios proyectados. Se trata, pues, del denominado *insider non-trading* (no operación del iniciado), analizado por un sector de la doctrina española desde la perspectiva de la comisión por omisión³⁰³, aunque por otro lado, hay quienes, al analizar la posibilidad de apreciar conductas omisivas en la modalidad del “uso”, no hacen referencia alguna a estos supuestos³⁰⁴.

Además del ejemplo paradigmático de *insider non-trading* planteado anteriormente, también suele incluirse dentro de esta modalidad las conductas de quienes, habiendo ordenado con anterioridad la ejecución de una operación, no cancelan o incluso confirman la misma en virtud de las ventajas económicas que se deducen de la información privilegiada a la que ha tenido acceso³⁰⁵. No obstante, *PRIETO del PINO*

³⁰³ En este sentido, VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, Noticias CEE (81), 1991, 36; FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 115; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 241; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1387; DPE, 2005, 301; GÓMEZ PAVÓN, ICADE, 1997 (42), 257; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 193; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 371; BAJO FERNÁNDEZ, Uso de información privilegiada, 1999, 646; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 528; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 142; en la doctrina suiza, HURTADO POZO, Der Mißbrauch von Insider-Informationen, 1994, 427.

³⁰⁴ Así, GONZÁLEZ CUSSAC, CPC (37), 1989, 143; DP PE, 1996, 480; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, ADPCP, 1993, 1059; en: Bacigalupo (dir.), Curso, 2005, 366; MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 215; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 200; BAUCCELLS LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), Comentarios, 2004, 1059; MONTES ÁLVARO, El delito de información privilegiada, 2004, 1235; BENÍTEZ ORTÚZAR, Relevancia jurídico penal del insider trading, 2005, 97. En alusión a la legislación italiana, SANGIOVANNI, ZStW (112), 2000, 910, sostiene que en la modalidad típica del uso se exige la realización de un comportamiento activo, por lo que –desde esta perspectiva– la norma no abarca los supuestos de *insider non-trading*.

³⁰⁵ Cfr. CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 241; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 142; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 193, advierte, no obstante, que aquellos supuestos en los que el sujeto, valiéndose de información privilegiada, cancela o modifica una operación previamente ordenada, realmente constituyen conductas activas.

advierde con razón que esta segunda modalidad no encaja dentro de la tipología del *insider non-trading*, cuya característica esencial es la no ejecución de una operación bursátil que se tenía pensado realizar, mientras que en este último caso el sujeto sí que lleva a cabo el negocio, confirmando simplemente la operación que previamente había ordenado³⁰⁶.

En relación con el análisis del *insider non-trading* desde la perspectiva de la comisión por omisión, hay que decir que no parece correcto tal enfoque, ya que los supuestos de no negociación o no ejecución de operaciones que se pensaban llevar a cabo constituyen, en realidad, conductas activas que podrían entenderse perfectamente comprendidas en la modalidad típica del uso, sin necesidad de recurrir a la omisión impropia para analizar la posibilidad de su punición. Esto es así porque, al igual que los casos en que el iniciado realiza operaciones con información privilegiada, en los supuestos de no negociación, el sujeto también utiliza información a la que tiene acceso reservado para tomar sus decisiones de inversión o desinversión, y esto –como afirma *PRIETO del PINO*– “nada tiene que ver con un deber de protección del bien jurídico asumido e incumplido por el iniciado”³⁰⁷. Pese a esta conclusión, haremos referencia a las posiciones doctrinales que niegan o afirman la punibilidad del *insider non trading* bajo la rúbrica de la omisión impropia.

7.2.3.2) Posiciones negadoras y defensoras de su punición

a) *Análisis de los casos de no negociación*

Quienes rechazan la punibilidad del *insider non-trading* argumentan, en primer lugar, que es inadmisibles concebir que la posición de privilegio que tiene el iniciado respecto de los demás participantes en el mercado, traiga consigo la obligación de ejecutar una operación previamente proyectada aun cuando ésta suponga un perjuicio patrimonial. Dicho de otra forma, el iniciado que ha proyectado una operación de compra o venta de títulos no está obligado –en virtud de su conocimiento privilegiado– a ejecutarla cuando le depare un perjuicio patrimonial. Esto es así, porque la condición de iniciado implica únicamente un deber de abstención de realizar operaciones con información privilegiada,

³⁰⁶ PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 374.

³⁰⁷ PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 374.

pero no acarrea ningún “deber de negociar”³⁰⁸. Este último argumento ha sido utilizado para negar la equivalencia estructural entre la acción activa y la omisiva, y para descartar la existencia de una posición de garante que obligue al iniciado a ejecutar operaciones perjudiciales³⁰⁹.

Así mismo, desde el punto de vista valorativo también se niega la equiparación de las conductas activas y omisivas. En este sentido, cuando se analiza la actuación del iniciado que no llega a cabo la operación que había programado ejecutar, se llega a la conclusión de que, a diferencia de las operaciones activas con información privilegiada en las que el iniciado participa del proceso de formación de precios, en éstas el *insider* accionista simplemente se limita a conservar sus títulos (si pensaba vender) o a no adquirir más acciones (cuando había intención de compra), pero no incide en ningún caso en el proceso de formación de las cotizaciones, sino que sólo realiza sus proyecciones de inversión o desinversión en función de una posición privilegiada lícitamente adquirida³¹⁰. Del igual manera se ha sugerido el mismo tratamiento valorativo para los casos en los que el sujeto, previo acceso a información privilegiada que revela (des) ventajas en la ejecución del negocio, cancela o modifica una operación que había ordenado con anterioridad³¹¹.

³⁰⁸ Así, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1387, 1388; DPE, 2005, 301; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 193; JORNADA DE POZAS, Código Penal, 1997, 2992; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 374.

³⁰⁹ HURTADO POZO, Der Mißbrauch von Insider-Informationen, 1994, 427, advierte que el principal problema de abordar estos casos en el ámbito de la omisión impropia es precisamente el de la determinación del deber del garante del supuesto autor de la omisión.

³¹⁰ Siguiendo esta línea, HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 193; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 377.

³¹¹ En este sentido, MARTÍN PALLÍN, CuadDJ (14), 1997, 151; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 377; así tb., en la doctrina alemana, VOLK, ZHR (142), 1978, 15, admite la existencia de una asimetría valorativa entre el “usar” la información absteniéndose de realizar una operación que se pensaba llevar a cabo y el usar activamente; SCHRÖDER, NJW (44), 1994, 2880, defiende la impunidad de la cancelación de una orden de compra, alegando que en virtud de la prohibición de la analogía, no es posible equiparar tal conducta con la “adquisición” (Erwerb) a que se refiere el § 38 ap. 1 núm. 1 WpHG; CRAMER, AG (2), 1997, 62, señala que está permitido –en virtud de una información privilegiada- abstenerse de comprar títulos valores, esto es, la omisión de comprar o la cancelación de una orden; por tanto, la prohibición abarca –a su juicio- sólo la compra o venta efectiva de títulos valores basadas en información privilegiada; ASSMANN, Kommentar, 2006, 396, sugiere mantener en la impunidad las conductas equiparables a la omisión por no llegar a ejecutar el negocio jurídico, lo que incluye especialmente la cancelación de una orden de compra o venta ya emitida, pero aún no ejecutada o la no ejecución de una opción de compra o venta. Desde esta perspectiva, pues, no constituye *insider trading* el caso del miembro del órgano de vigilancia que, habiendo conocido la información privilegiada en una reunión, cancela inmediatamente después la orden de compra de los títulos; ALTENHAIN, Kölner Kommentare zum Unternehmens, 2007, 2472, sostiene que los supuestos de

Por último, además de las razones apuntadas, se ha defendido la exclusión de los casos de no negociación, invocando insuperables problemas probatorios al verificar la conexión entre el conocimiento privilegiado y la omisión de llevar a cabo la operación bursátil. Así, en la doctrina alemana, *PARK* sostiene que el tipo del § 38 ap. 1. núm. 1 WpHG sólo puede realizarse mediante conductas positivas, de manera que los supuestos en que se omite –en virtud de la información privilegiada– llevar a cabo una transacción son impunes; esta comparación material que a primera vista puede resultar extraña es comprensible –a su juicio– si se tienen en cuenta las dificultades probatorias³¹². Otros autores –como *VOLK*, *ASSMANN*, *PELTZER*, *SCHRÖDER*, *ENGEL*, *CRAMER*, *BERGMANN/DREES* o *ALTENHAIN*– también niegan que los supuestos omisivos, v. gr., la no participación en el mercado, sean compatibles con la dicción del precepto que exige la “utilización” de una información privilegiada por cuenta propia o ajena, lo que sugiere como mínimo la ejecución de operaciones comerciales de compra o venta de títulos³¹³.

b) Los supuestos de confirmación de la orden emitida al margen del conocimiento privilegiado

Un sector doctrinal también ha defendido la impunidad de los casos en los que el iniciado mantiene la orden de compra o venta, programada con antelación al conocimiento de la información relevante en virtud de la cual decide seguir el curso de

no negociación y de cancelación de órdenes ya emitidas, no encuentran acomodo en los términos “comprar” o “vender” recogidos en el tipo, por lo que una interpretación contraria infringiría el tenor literal y supondría una analogía inadmisibles. En contra, *HERNÁNDEZ SAINZ*, APen (9), 1997, 193.

³¹² *PARK*, BB (41), 2001, 2073.

³¹³ Cfr. *VOLK*, ZHR (142), 1978, 15; *ASSMANN*, AG, 1994, 246 s; ZGR (3), 1994, 519; Kommentar, 2006, 396; quien no obstante se muestra inconforme con tal solución, pues –a su juicio– en estos casos el conocimiento privilegiado también es utilizado en beneficio propio; *PELTZER*, ZIP, 1994, 746, 750; *SCHRÖDER*, NJW (44), 1994, 2880; *WEBER*, BB (4), 1995, 166; *ENGEL*, JA (6), 1996, 515; *KÜMPEL*, WM, 1996, 656; *CRAMER*, AG (2), 1997, 62; *BERGMANN/DREES*, StraFo (9), 2005, 367; *ALTENHAIN*, Kölner Kommentare zum Unternehmens, 2007, 2472; *PAWLIK*, Verbot von Insidergeschäften, 2007, 414; de otra opinión, *CLAUSSEN*, ZBB (4), 1992, 281; DB (1), 1994, 31, señala que cuando la omisión de comprar o vender títulos valores es causal con el conocimiento de una información privilegiada habría que aplicar el delito de iniciados; no obstante, admite las dificultades que trae consigo la prueba de la decisión del iniciado de omitir la operación; *WEBER*, BB (4), 1995, 166, aunque también admite las dificultades para reprimir estas conductas, señala que cuando la decisión de omitir la realización de las operaciones se deriva del conocimiento de la información privilegiada, existirá entonces un delito de iniciados.

las operaciones. En estos supuestos, se admite que el iniciado obtiene un beneficio económico, pero se argumenta que dicho beneficio no puede ser objetivamente imputado a la omisión, ya que –como sostiene MARTÍNEZ-BUJÁN– ésta no crea el riesgo de producción del resultado, pues “se trata de un riesgo con un origen completamente diverso a la omisión en sí misma”, no habiendo tampoco prescripción alguna que obligue al iniciado a cancelar su ventajosa operación³¹⁴. Desde esta perspectiva, pues, se defiende la inexistencia de una identidad estructural y valorativa entre la omisión (no cancelar la operación) y la acción³¹⁵.

Analizado este supuesto de *insider non-trading* desde la óptica de la *incidencia efectiva* de la información privilegiada sobre las operaciones, y prescindiendo de la comisión por omisión para su valoración, PRIETO del PINO sugiere distinguir dos situaciones con tratamiento diferenciado. Así, por un lado esta autora descarta la existencia de uso de información privilegiada cuando el sujeto emite previamente una orden de compra o venta de títulos sin sujeción a confirmación posterior alguna, por lo que dichas operaciones realizadas al margen de la información reservada son consideradas perfectamente lícitas; en cambio, si la ejecución final del negocio está supeditada a la confirmación de la orden inicial, entonces –a su juicio– sí concurrirá un supuesto activo de uso de información privilegiada en el que el iniciado, al separar temporalmente la emisión de la orden y el acceso al conocimiento reservado, intenta aparentar la legalidad de la operación³¹⁶.

Finalmente, como colofón de las posiciones negadoras de la punibilidad del *insider non-trading* como un supuesto de omisión impropia, se argumenta que al estar configurado

³¹⁴ Cfr. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1388; JORNADA DE POZAS, Código Penal, 1997, 2992.

³¹⁵ PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 375, 376, niega que estos casos deban ser analizados desde la perspectiva de la comisión por omisión. Además, alega que con el análisis de estos casos bajo la figura de la omisión impropia, se intenta eludir problemas probatorios; así tb., MARTÍN PALLÍN, CuadDJ (14), 1997, 151, defiende que la confirmación de las operaciones ordenadas previamente al conocimiento de la información no constituyen supuestos de omisión, sino que suponen conductas activas atípicas; en alusión al art. 285 CP español, en la doctrina alemana, SCHÜNEMANN (Entrevista concedida en el Institut für die gesamten Strafrechtswissenschaften, Rechtsphilosophie und Rechtsinformatik, con fecha de 5 de julio de 2007), niega que el supuesto del *insider non trading* tenga cabida en la modalidad típica del uso de información privilegiada.

³¹⁶ Cfr. PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 376.

como un tipo de mera actividad, el delito del art. 285 CP no admite la comisión por omisión que sólo es aplicable a los tipos de resultado³¹⁷.

Frente a los criterios antes reseñados, otro sector defiende la posibilidad del castigo de la comisión por omisión (*insider non-trading*), aunque aplicado fundamentalmente a los casos en que el iniciado no lleva a cabo las operaciones que pensaba efectuar. En tal sentido, se considera posible la concurrencia de conductas omisivas en la modalidad típica del uso, aunque admiten que las dificultades probatorias y de imputación objetiva del resultado influirán en su escasa aplicación³¹⁸.

c) Otros posibles casos de omisión impropia

Por otro lado, al margen de los casos de no negociación o no cancelación de la orden emitida, *JERICÓ* analiza la posibilidad de apreciar comisión por omisión bajo dos supuestos distintos. Así, en primer lugar, plantea el caso de quien siendo miembro del mercado no evita (sabiéndolo) que otra persona, también operador del mercado, trafique con información privilegiada. A juicio de esta autora, lo determinante será si el sujeto que no evita la operación con información relevante incrementa o no el riesgo para el bien jurídico, y así, sostiene que no es lo mismo que la conducta omisiva de un sujeto implique la creación de un riesgo, a que simplemente se limite –con su omisión– “a dejar transcurrir un curso causal peligroso anteriormente iniciado”, por lo que en estos casos no podría fundamentarse la responsabilidad del iniciado por la vía de la omisión impropia. En el segundo caso, *JERICÓ* valora la posibilidad de comisión por omisión en

³¹⁷ Así, HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 193.

³¹⁸ En este sentido, VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, Noticias CEE (81), 1991, 36; FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 115; MOREDA DE LECEA, BEE, 1996, 387; RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 345, 346. En contra de apreciar conductas omisivas en la modalidad típica del uso, LÓPEZ PEREGRÍN, APen, 1993, 437; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 241; MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 215; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 371; GÓMEZ PAVÓN, ICADE, 1997 (42), 257; BAJO FERNÁNDEZ, Uso de información privilegiada, 1999, 646; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 528; FERRADIS CIPRIÁN/ MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 142; BAUCCELLS LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), Comentarios, 2004, 1059; BENÍTEZ ORTÚZAR, Relevancia jurídico penal del insider trading, 2005, 97; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, en: Bacigalupo (dir.), Curso, 2005, 364; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DP PE, 2008, 489. En relación con el art. 161, 1º 1-4 del CP Suizo, HURTADO POZO, Der Mißbrauch von Insider-Informationen, 1994, 427, así tb., en la doctrina alemana, VOLK, ZHR (142), 1978, 15, sostiene que, además de la ineficacia de la norma para abarcar las conductas pasivas, los problemas probatorios inciden en la ineficacia de una prohibición de esta naturaleza.

el supuesto de un sujeto que –con obligación específica de evitar que otros accedan a información privilegiada– permite el acceso a la misma, en cuyo caso también considera difícilmente equiparable la acción de usar con la de permitir el acceso a la a información, por lo que –en su opinión– tampoco será posible aplicar la omisión impropia³¹⁹.

A mi juicio, en el primer caso podría plantearse un supuesto de participación en comisión por omisión siempre que –como señala *LUZÓN PEÑA*– la pasividad del sujeto equivalga estructuralmente a una colaboración activa, no bastando, pues, la existencia de una posición de garante para fundamentar el castigo de la participación omisiva^{320 321}. Ahora bien, el criterio de identidad material y estructural que adoptamos exige –siguiendo a *LUZÓN PEÑA*– que la omisión del sujeto “favorezca o facilite la comisión del hecho, aumentando –o contribuyendo a aumentar– en ese sentido el riesgo, pero sin posibilidad de decisión, control o dominio sobre la realización del peligro”³²². En caso contrario, es decir, si la omisión del sujeto no favorece ni incide de modo alguno para que el otro ejecute sin obstáculos el delito, o no fortalece su ánimo criminal, entonces estaríamos frente a una conducta impune, ya que tampoco podría aplicarse el tipo de

³¹⁹ Cfr. JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 200.

³²⁰ Así, *vid.* ampliamente sobre la participación por omisión, *LUZÓN PEÑA*, PJ, 1986, 79, 80, 86, 87; LL, 1986, 541; EPen, 1991, 234, 235, 243.

³²¹ Este planteamiento es válido si admitimos que la regulación de las formas de participación en el delito no es incompatible con las conductas omisivas, lo que dependerá de si interpretamos que cuando la ley habla de cooperar con “actos” en la ejecución del hecho, utiliza dicho término en sentido lato, comprensivo por tanto de comportamientos activos y omisivos. Así, en la doctrina española, admiten la punibilidad de la participación omisiva, *LUZÓN PEÑA*, PJ, 1986, 89; EPen, 1991, 246; *DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO*, PJ, 1991, 208 ss; el mismo, en: *Luzón Peña* (dir.), EPB, 2002, 987; *PORTILLA CONTRERAS*, La participación omisiva, 1999, 463 ss; *VIANA BALLESTER*, RCP, 2001, 187 ss; *TRAPERO BARREALES*, La participación omisiva, 2003, 469; *LANDECHO VELASCO/MOLINA BLÁZQUEZ*, DP PG, 2004, 489; *ORTS BERENGUER/GONZÁLEZ CUSSAC*, Compendio, 2004, 241; en la jurisprudencia más reciente, *vid.* entre otras, STS núm. 37/2006 (25 de enero); STS núm. 1251/2006 (de 12 diciembre); STS núm. 221/2003 (14 de febrero); STS núm. 1538/2000 (9 de octubre); STS núm. 1480/1999 (13 de octubre). En contra, por entender que las omisiones no encajan en los términos “acto” o “actos” requeridos tanto en la cooperación necesaria como en la complicidad, *ANTÓN ONECA*, DP PG, 1949, 424; *MIR PUIG*, DP PG, 2004, 410-411, entiende que políticamente-criminalmente es preferible una interpretación amplia del término “acto”; no obstante, pese a que no ve mayores inconvenientes para el castigo de la cooperación moral, sí encuentra difícil la admisión de la cooperación por omisión, lo que sólo será posible si –a su juicio– se adopta una interpretación extensiva del término “acto” entendido como “comportamiento *socialmente* positivo”.

³²² *LUZÓN PEÑA*, PJ, 1986, 87; EPen, 1991, 245. Adoptan este criterio, *DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO*, en: *Luzón Peña* (dir.), EPB, 2002, 987; *TRAPERO BARREALES*, La participación omisiva, 2003, 469; así tb., en relación con la autoría omisiva, *ARÁUZ ULLOA*, El delito de omisión, 2006, 331, 440.

omisión (pura) de impedir delitos del art. 450 CP, pues el *insider trading* está excluido de los tipos penales a los que les es aplicable esta figura.

El segundo supuesto, en cambio, es perfectamente compatible con la modalidad del suministro, por lo que consideramos innecesario plantearlo en este lugar para valorar la posibilidad de comisión por omisión en la conducta típica del uso.

d) Valoración crítica de los casos planteados

Una vez analizadas las distintas posturas sobre la punibilidad del denominado *insider non trading*, plantaremos la valoración que –a nuestro juicio– merecen cada uno de los casos sometidos a examen tanto en la doctrina alemana como española. Así, con relación a los casos de **no negociación** hay que distinguir dos supuestos, a saber: 1) la no ejecución de la operación que el iniciado tenía pensado realizar y, 2) los supuestos de **cancelación** o **modificación** de la orden inicialmente emitida. En el primer caso, consideramos que lo determinante para admitir la impunidad de tal conducta es que, además de los problemas probatorios invocados por *PARK*, la prohibición del *insider trading* sólo obliga al iniciado a abstenerse de realizar operaciones con información privilegiada, pero en modo alguno implica un “deber de negociar”, sobre todo cuando las operaciones proyectadas deparan perjuicios patrimoniales. En el segundo caso, en cambio, la cuestión es discutible, ya que quien ha emitido una orden de compra y luego la cancela o modifica, tomando como parámetro la información privilegiada, sí que estaría haciendo “uso” –en el sentido del art. 285 CP– de dicha información.

En este sentido, la cancelación de la orden supone un actuar positivo que guarda un nexo de causalidad con el conocimiento de la información relevante, y lo mismo ocurre con la modificación de la orden, máxime si –por ejemplo– se compran más acciones que las inicialmente previstas. Como hemos visto, la doctrina alemana defiende la impunidad de los supuestos de cancelación o modificación de orden emitida por el iniciado, pero esto se debe, fundamentalmente, a que el tipo penal regulado en la WpHG exige que la información privilegiada sea utilizada para la “compra o venta” de títulos valores, por lo que una interpretación literal del precepto deja fuera de su ámbito los casos en que se cancela o modifica la orden de compra inicialmente adoptada por el *insider*; sin embargo, esta tesis no es aplicable al art. 285 CP que sólo proscribe el “uso” o

“suministro” de información relevante para las cotizaciones, sin hacer referencia a concretas determinadas operaciones, v. gr., la compra o venta de títulos.

Por su parte, los supuestos de **confirmación** de la orden de compra o venta de títulos, emitida antes al margen del conocimiento privilegiado de la información, merecen así mismo una doble valoración, según que el iniciado se limite sólo a dejar transcurrir la orden o que, por el contrario, condicione la ejecución de la misma a los datos reflejados en la información privilegiada. En el primer caso, es indudable la inexistencia de un nexo causal entre la orden emitida y el conocimiento de la operación, mientras que en el segundo caso, sí que habría que admitir la existencia del nexo de causalidad y, en consecuencia, afirmar la punibilidad del iniciado por “uso” de información privilegiada.

Por último, como hemos afirmado antes, los casos en los que el iniciado permite que otros accedan a la información privilegiada, bien sea retirando obstáculos o bien omitiendo su deber de custodia, son perfectamente subsumibles en la conducta típica del suministro de información privilegiada en comisión por omisión. Lo determinante será, pues, que la omisión del iniciado equivalga estructuralmente a la conducta típica del suministro, y esto se cumple cuando es la omisión misma la que crea o incrementa el riesgo de producción del resultado de que llegue la información a otros.

7.3) La conducta típica del suministro

La modalidad típica del “suministro” de información privilegiada, denominada en el ámbito jurídico-mercantil como “uso transitivo” o “uso informativo”³²³, no ha tenido –a diferencia de la conducta del uso– un marcado convencimiento doctrinal sobre la idoneidad de su penalización, habiéndose propuesto incluso su impunidad en aras de respetar los principios de intervención mínima y de ofensividad que limitan el *ius puniendi* de todo Estado democrático. En este sentido, se esgrime que la incriminación de esta conducta tiene un contenido moralizante cuya finalidad esencial es la de

³²³ Cfr. SÁNCHEZ GUILARTE/TAPIA HERMIDA, RDBB (28), 1987, 775; TAPIA HERMIDA/SÁNCHEZ GUILARTE, Noticias, 1988, 117; SÁNCHEZ CALERO, PJ, 1988, 259; GONZÁLEZ CUSSAC, CPC (37), 1989, 143; VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, Noticias CEE (81), 1991, 37; VARELAS VARAS, AMF (3), 1992, 6; PAZ RUBIO, CuadDJ, 1993, 161; ESTEVAN DE QUESADA, RGD (615), 1995, 13465; TAPIA HERMIDA, RDBB (91), 2003, 335.

promover la ética en el mercado de valores, pero que está desprovista de un contenido real de protección de bienes jurídicos, por lo que –desde esta perspectiva– se ha considerado suficiente el establecimiento de sanciones administrativas para los casos en los que un iniciado se limita a proporcionar a otro la información a la que ha tenido acceso reservado³²⁴. Haciendo eco de esta propuesta el legislador alemán optó por suprimir la incriminación penal del suministro de información privilegiada y, en su lugar, estableció sanciones administrativas pecuniarias para quienes infringen con dolo o imprudencia las disposiciones que prohíben tales conductas³²⁵.

Es evidente, no obstante, que el legislador español de 1994 no adoptó dicha propuesta, ya que el art. 285 CP castiga a quien “suministrare” información relevante para la cotización de valores, por lo que penalmente está proscrita la transmisión, comunicación o revelación de toda información capaz de incidir en el precio de los valores. Con esta prohibición, pues, se intentó salvar la laguna de punibilidad que se produciría cuando quien tiene acceso a la información privilegiada no la utiliza, sino que la proporciona a otro sujeto para que sea éste quien lleve a cabo las operaciones; sin embargo, hay quienes –como *MARTÍNEZ-BUJÁN*– sostienen que aunque el legislador tuvo la intención de criminalizar el “suministro”, lo cierto es que desde el punto de vista

³²⁴ Así, FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 117, considera que la simple transmisión de la información no lesiona y en muchos casos ni siquiera pone en peligro el bien jurídico penalmente protegido; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 191, 192, manifiesta que la mera revelación de la información –sin utilización por parte del tercero– no lesiona bien jurídico alguno y que, por esa razón, el suministro debería ser atípico; PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 378, entiende que la punibilidad del mero suministro de información privilegiada es incompatible con los principios de fragmentariedad y proporcionalidad, ya que dicha conducta sólo representa un peligro abstracto para la justicia informativa de las cotizaciones; RUÍZ RODRÍGUEZ, *Protección penal del mercado de valores*, 1997, 343, expresa que la punibilidad del suministro plantea dudas sobre el posible exceso de la intervención penal en esta materia; GÓMEZ INIESTA, *La utilización abusiva de información privilegiada*, 1997, 414, señala que con la incriminación del suministro de información relevante se está llevando a cabo una injusta equiparación con la conducta básica del *insider trading*. En contra, SANGIOVANNI, ZStW (112), 2000, 911, señala que la posibilidad de transacciones con información privilegiada depende del número de personas que tienen conocimiento del hecho relevante y, por esta razón, sostiene que es necesario prohibir no sólo el uso, sino también el suministro de información privilegiada; SEMINARA, *Aspectos problemáticos en materia de “insider trading”*, 1995, 534, avala el castigo del uso y el suministro de información privilegiada, por cuanto –a su juicio– la fuente cualificada de la noticia representa un presupuesto para la reconocibilidad de su valor económico; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 144, para quienes tanto la conducta del uso como la del suministro de información privilegiada vulneran el bien jurídico de la igualdad de oportunidades en la negociación y ponen en peligro la confianza de los inversores en el correcto funcionamiento del mercado.

³²⁵ Cfr. el § 39 ap.2 núm. 3 WpHG en relación con el § 14 ap. 1 núm. 2 WpHG. *Vid.* al respecto, MÖLLER, BFuP, 1994, 107; SCHNEIDER/BURGARD, ZIP (10), 1999, 387 ss; BERGMANN/DREES, StraFo (9), 2005, 367; TIEDEMANN, *Wirtschaftsstrafrecht*, 2006, 163; ALTEHNAIN, *Kölner Kommentare zum Unternehmens*, 2007, 2476.

gramatical debe interpretarse que el CP sólo recoge en realidad una conducta típica, la del uso. Esto es así porque –a juicio del citado autor– la utilización del gerundio “obteniendo” exige que el beneficio económico requerido en el tipo sea atribuible a quien suministra la información, no a quien la recibe, por lo que –a la luz de esta interpretación– si el iniciado que suministra la información obtiene para sí un beneficio económico entonces su conducta sería subsumible directamente en la modalidad del “uso” por *persona interpuesta*, mientras que si suministra la información a otro sin obtener ventajas económicas su conducta sería atípica³²⁶.

7.3.1) ¿Atipicidad del suministro a título oneroso?

Pese al problema gramatical planteado, la doctrina mayoritaria no suele negar la tipicidad del suministro cuando es a título gratuito, es decir, cuando el iniciado simplemente transmite la información para que sean el receptor o terceros quienes se lucren de esa ventaja cognitiva respecto de los demás participantes en el mercado. No ocurre lo mismo, por el contrario, cuando la transmisión de la información privilegiada se produce a cambio de ventajas económicas o de alguna otra contraprestación, en

³²⁶ Cfr. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1388; DPE, 2002, 122; DP PE, 2004, 586; DPE, 2005, 302; RODRÍGUEZ MOURULLO, Anales, 2007, 609; PUENTE ABA/PERNAS GARCÍA, El abuso de la información privilegiada, 2004, 363; MARTÍN PALLÍN, CuadDJ (14), 1997, 152; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 201; TERRADILLOS BASOCO, Protección penal del mercado financiero, 1998, 173; Empresa y Derecho Penal, 2001, 234; SUÁREZ GONZÁLEZ, Compendio, 1998, 552; HERNÁNDEZ SAINZ, APen, 1997, 192; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 415. Pese a admitir las deficiencias literales del precepto, FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 143, 144 n. 89, sugieren una vía gramatical para defender la tipicidad del suministro, así pues, sostienen que la forma verbal gerundio puede referirse no sólo al sujeto de la oración, sino a cualquier nombre o complemento de la oración a la que pertenezca, o a otro que no forme parte de ella. Según esta interpretación la conducta del suministro sería punible aún cuando el beneficio económico sea obtenido por el receptor de la información privilegiada y no por el iniciado que la trasmite. Además del argumento gramatical aludido, los autores invocan la interpretación teleológica del tipo y el principio de vigencia para defender la tipicidad del suministro; en parecidos términos, BENÍTEZ ORTÚZAR, Relevancia jurídico penal del insider trading, 2005, 97; en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 367, defiende la tipicidad del suministro desde una interpretación teleológica del tipo. Por otro lado, para salvar este error gramatical y evitar la impunidad del iniciado cuando sea el receptor de la información quien obtenga el beneficio, se ha propuesto interpretar la expresión “para un tercero” en el sentido de que el beneficio también puede ser para el receptor de los datos reservados que realiza operaciones bursátiles; así tb., PUENTE ABA/PERNAS GARCÍA, El abuso de la información privilegiada, 2004, 363, 364; en parecidos términos, JORNADA DE POZAS, Código Penal, 1997, 2991, defiende el castigo de la tentativa cuando el receptor de la información no haya llegado a obtener beneficio alguno. En contra, HERRERO HERRERO, Introducción, 1996, 377, tras una exhaustiva explicación gramatical llega a la conclusión de que el gerundio “obteniendo” afecta sólo al verbo “suministrar”.

definitiva, cuando el suministro de la información es a título oneroso, en cuyo caso algunos autores niegan su tipicidad³²⁷.

A favor de esta última postura se argumenta que en la modalidad típica del suministro no se requiere, a diferencia de la conducta típica del uso, que el iniciado persiga una ventaja patrimonial ni la consecución de un perjuicio, entre otras cosas, porque tales resultados escapan de su ámbito de competencia, es decir, que son acontecimientos no controlables por el sujeto. Además, se alega que si un iniciado obtiene ventajas económicas por la transmisión de la información, su conducta estaría abarcada en realidad por el verbo típico “usar”³²⁸.

A mi juicio, resulta paradójico que –en el ámbito del suministro– la conducta del iniciado sea sancionada penalmente cuando transmite la información a título gratuito y no cuando lo hace a título oneroso. En este sentido, son perfectamente posibles los casos en los que el iniciado transmite la información motivado precisamente por una ventaja económica que no puede obtener utilizando él mismo la información, sea porque no cuenta con el dinero suficiente para hacer inversiones, porque no desea arriesgar su capital o porque simplemente le parece la vía más expedita para obtener ganancias. No es de recibo el argumento de que la transferencia onerosa de la información debe reconducirse a la conducta típica del uso, ya que esta modalidad lo que exige es que el beneficio económico o el perjuicio sean consecuencia directa de la realización –por cuenta propia o por persona interpuesta– de *operaciones* bursátiles con información relevante para las cotizaciones, por lo que la “venta” de la información propiamente dicha no encaja en modo alguno en la modalidad típica del uso.

Es preciso aclarar, no obstante, que cuando hacemos referencia a una contraprestación económica a cambio del suministro de la información, no estamos pensando en la

³²⁷ En este sentido, CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 241; GÓMEZ PAVÓN, ICADE, 1997 (42), 255; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE, 2005, 302; LUZÓN CÁNOVAS, Abuso de información privilegiada, 2005, 2. En contra, FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 145, estiman que es indiferente, para la aplicación del tipo, que el iniciado comunique la información privilegiada de forma gratuita u onerosa; MARTÍN PALLÍN, CuadDJ (14), 1997, 151, entiende que el suministro puede efectuarse vendiendo la información; así tb., en alusión al delito de iniciados en el StGB suizo, HURTADO POZO, Der Mißbrauch von Insider-Informationen, 1994, 422.

³²⁸ Así, GÓMEZ PAVÓN, ICADE (42), 1997, 255.

exigencia típica de la obtención de un beneficio superior a 600.000 euros, como condición para aplicar la modalidad del suministro³²⁹, sino en el pago de una determinada cantidad de dinero que puede ser incluso inferior a la prescrita en el art. 285 CP. Esto es así porque –a mi juicio– no cabe interpretar, en primer lugar, que la punibilidad del suministro esté supeditada a la obtención del beneficio típico por parte del iniciado³³⁰ y, en segundo lugar, porque aunque defendiéramos lo contrario, la “venta” de información privilegiada por un monto superior a 600.000 euros es –como afirma MARTÍNEZ-BUJÁN– incompatible con una interpretación teleológica del precepto, que exige que dicho beneficio económico sea consecuencia del *uso*, esto es, de la realización de operaciones bursátiles con información privilegiada³³¹.

En definitiva, hay que tener en cuenta que *de lege lata* la conducta del suministro *sólo* será punible si el adquirente o receptor de la información la *utiliza* en operaciones bursátiles propias, procurándose un beneficio superior a 600.000 euros o causando un

³²⁹ HERNÁNDEZ SAINZ, APen, 1997, 192, 193, sugiere que una posible interpretación es considerar que el beneficio obtenido es la contraprestación por suministrar la información, con independencia de si el tercero se sirve de ella o no; en el mismo sentido, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1389, admite que aparentemente podría interpretarse, a la luz del error gramatical de que adolece la modalidad típica del suministro, que es posible aplicar esta conducta al iniciado que recibe un beneficio superior a lo establecido en la ley, como contraprestación por el suministro de información privilegiada, siendo indiferente que la misma sea utilizada o no por el receptor de la información; FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 121, defiende esta interpretación al afirmar que el resultado típico puede consistir en la contraprestación que obtiene el iniciado por quien recibe la información, al margen de que éste último obtenga beneficios o cause perjuicios.

³³⁰ GARCÍA VALDÉS/FIGUEROA NAVARRO, en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 56, admiten la punibilidad del suministro en beneficio propio; VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), Comentarios, 2005, 1451; Comentarios, 2004, 1423, defienden el castigo del suministro en provecho propio o ajeno, es decir, admiten la relevancia típica del suministro aún cuando quien obtiene el beneficio es el iniciado primario y no el receptor; en el mismo sentido, BAUCCELLS LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), Comentarios, 2004, 1059, condiciona la aplicación del suministro a la obtención -propia o del tercero- de un beneficio económico superior a 600.000 euros, por lo que desde esta perspectiva el tipo exige –a su juicio- un ánimo de lucro, mismo que no es necesario cuando a través del suministro sólo se causa un perjuicio de idéntica suma.

³³¹ Cfr. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1389. Para salvar esta supuesta “laguna de punibilidad”, PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 381, propone interpretar que la conducta del suministro no es más que la tipificación autónoma de la cooperación necesaria del iniciado primario en la operación ejecutada por el iniciado secundario a cambio del pago de la cuantía establecida en el precepto. El precio por la venta de la información sería –a su juicio- parte de la plusvalía obtenida a través de la explotación de la información privilegiada. Según la autora, con esta exégesis se consigue evitar *de lege lata* la injustificada impunidad de los *intranei* que cooperan al uso de información privilegiada realizado por un *extraneus*. Así, pues, la condición para la aplicación de este tipo autónomo es –desde esta perspectiva- que el no iniciado utilice la información, pues en caso contrario, la conducta del iniciado que transmite la información sólo podría ser castigada como tentativa, con independencia de que haya recibido la cantidad típica a cambio del suministro. Por último, a la luz de esta propuesta, se defiende la impunidad del iniciado primario cuando no recibe el beneficio establecido en la ley aun cuando el receptor haya utilizado la información.

perjuicio de idéntica suma, pues en caso contrario, el suministro de información – gratuito u oneroso– sería atípico³³². A esta exigencia derivada del principio de taxatividad, hay quienes añaden –como requisito para la tipicidad del suministro– el conocimiento del origen privilegiado de la información por parte del sujeto al que se le transmite³³³.

7.3.2) ¿Punibilidad del receptor de la información?

Por otro lado, también se ha defendido la atipicidad de la conducta del receptor de la información privilegiada que la utiliza en sus operaciones³³⁴, salvo que haya llegado al conocimiento de la misma por razón de su actividad profesional o empresarial, es decir, siendo un *insider*, en cuyo caso habría que aplicar la modalidad típica del uso. En este

³³² En este sentido, MARTÍN PALLÍN, CuadDJ (14), 1997, 151; CALDERÓN CERREZO, DP PE, 1999, 875; GONZÁLEZ RUS, Compendio, 2000, 517; GARCÍA VALDÉS/FIGUEROA NAVARRO, en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 58; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 145; PUENTE ABA/PERNAS GARCÍA, El abuso de la información privilegiada, 2004, 356; MONROY ANTÓN, Derecho & Empresa, 2005, 13; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 379, rechaza expresamente que el art. 285 CP incrimine el mero suministro de información privilegiada, pues –a su juicio– la única vía de dotar al suministro del contenido necesario de lesividad pasa por exigir que el receptor de la información haga uso de ella en sus operaciones bursátiles. En contra, HERNÁNDEZ SAINZ, APen, 1997, 192, entiende que al estar configurado como un delito de peligro abstracto, la conducta del suministro de información privilegiada se consume con la simple transmisión, aunque el informado haya decidido no utilizar la información relevante. Esto es así –según la autora– porque con esta conducta el peligro para el buen funcionamiento del mercado se deriva de la puesta en circulación indebida de informaciones privilegiadas, lo que incrementa el riesgo de su utilización en operaciones bursátiles; sin embargo, considera excesivo castigar penalmente la mera comunicación; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 415, no llega a la misma conclusión pese a defender que el *insider trading* está configurado como un delito de peligro abstracto, pues considera que el castigo del suministro está condicionado a que el iniciado- informador haya obtenido beneficios u ocasionado perjuicios. En tal sentido, entiende que el suministro de información privilegiada por parte del iniciado será penalmente irrelevante cuando quien obtiene exclusivamente el beneficio es el receptor de la información.

³³³ Cfr. GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 372; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 365; Relevancia jurídico penal del *insider trading*, 2005, 96.

³³⁴ Así, LUZÓN CÁNOVAS, Abuso de información privilegiada, 2005, 2; GÓMEZ INIESTA, LL, 1999, 3944; La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 415; GONZÁLEZ RUS, Jornadas, 1998, 149; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 242; MONTES ÁLVARO, El delito de información privilegiada, 2004, 1235, defiende la atipicidad de la conducta del tercero que usa la información privilegiada, siempre y cuando éste no conozca el carácter reservado y relevante de la misma. En contra, BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 527; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 366 n. 87; Relevancia jurídico penal del *insider trading*, 2005, 96 n. 72; HERNÁNDEZ SAINZ, APen, 1997, 192, propone de *lege ferenda* la punibilidad del receptor de la información en calidad de autor y la del iniciado que la transmite en calidad de partícipe, pero de *lege lata* defiende la impunidad del receptor que utiliza la información recibida; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 382, defiende de *lege lata* la categoría de cooperación necesario para el iniciado que suministra la información a un tercero. Sobre el castigo del receptor de la información en el CP Suizo, HURTADO POZO, Der Mißbrauch von Insider-Informationen, 1994, 421.

ámbito, habría que plantear si debe aplicarse el mismo tratamiento, esto es, la impunidad por *insider trading*, tanto al receptor oneroso o gratuito, como a aquellos otros que obtienen y utilizan la información privilegiada a la que han tenido acceso mediante cualquier actividad delictiva, piénsese por ejemplo, en el caso del sujeto *extraneus* que amenaza o intimida a un iniciado para que le proporcione la información, o, el caso del sujeto que, sin ser iniciado, sustrae ilegalmente la información relevante.

Frente al planteamiento inicial, *BENÍTEZ ORTÚZAR* alega que si bien el suministrado que ha obtenido beneficios a costa de la información no puede ser autor, sí que puede responder penalmente como partícipe (cooperador necesario) con arreglo a las reglas generales de la participación en delitos especiales. La consecuencia práctica que el citado autor extrae de esta conclusión, es que se da la paradoja de que en este caso quien domina el hecho por llevar a cabo directamente las operaciones es, en realidad, el receptor de la información, esto es, el cooperador necesario, mientras que el autor, el que suministra la información, no tiene ningún dominio sobre el curso de las negociaciones³³⁵.

A nuestro juicio, *de lege lata* la conducta del receptor de la información que la utiliza en operaciones propias es constitutiva de cooperación necesaria, salvo que el sujeto no conociera el carácter privilegiado de la misma, en cuyo caso su caso su conducta sería atípica. Esto es así porque la conducta típica del suministro requiere que, como consecuencia del mismo, se obtengan beneficios o se causen perjuicios superiores a 600.000 euros y, en consecuencia, el receptor *extraneus* que realiza operaciones con información privilegiada coopera con el iniciado en la lesión del bien jurídico protegido. Por el contrario, es evidente que al tratarse de un delito especial propio el receptor no iniciado no podrá responder en ningún caso como autor en sentido estricto.

7.3.3) Atipicidad de la transmisión en cadena

Menos dudas plantean los casos en los que el receptor primario (no iniciado) de la información la transmite a otro u otros para que sean éstos quienes realicen operaciones

³³⁵ Cfr. *BENÍTEZ ORTÚZAR*, en: Cobo del Rosal (dir.), *Comentarios*, 1999, 365, 366; *Relevancia jurídica penal del insider trading*, 2005, 96.

bursátiles con información privilegiada y obtengan beneficios o causen perjuicios. En este supuesto es irrelevante que el suministro de la información sea oneroso o gratuito, por cuanto el *extraneus* no cumple la condición especial requerida para la autoría, esto es, el acceso reservado a la información por su profesión o actividad empresarial. Tampoco responderán penalmente los receptores secundarios ni todos aquellos que hayan recibido posteriormente la información reservada. La transmisión en cadena es, pues, atípica³³⁶. Ahora bien, sí podrá exigirse responsabilidad penal como partícipe *strictu sensu* al *extraneus* (receptor) que ayuda al iniciado primario a transmitir la información a otros por cualquier medio o procedimiento.

7.3.4) Exclusión de las simples recomendaciones

Siempre en el ámbito del suministro de información relevante para las cotizaciones, un sector absolutamente minoritario ha defendido la tipicidad de las simples recomendaciones, consejos o sugerencias de inversión o desinversión que el iniciado propone a un tercero, siendo plenamente consciente del posible éxito o fracaso de la operación por razón de la información a la que ha tenido acceso reservado³³⁷. Por el contrario, la doctrina mayoritaria niega la tipicidad de las simples recomendaciones, siempre que no se dé a conocer el contenido de la información privilegiada al receptor del consejo³³⁸. Del mismo modo, se defiende acertadamente la exclusión de los simples

³³⁶ Sobre la impunidad administrativa de los destinatarios de la información sucesivos al receptor primario, *vid.*, SÁNCHEZ GUILARTE/TAPIA HERMIDA, RDBB (28), 1987, 775; TAPIA HERMIDA/SÁNCHEZ GUILARTE, Noticias, 1988, 117, sostienen que ésta era la solución a la luz de la Propuesta de Directiva sobre operaciones de iniciados (DOCE No. C 153/8, de 11 de junio de 1987); sin embargo, expresan que, en ese momento, el Comité Económico y Social sugirió que la transmisión de información privilegiada no debía limitarse al iniciado secundario, sino extenderse a “ulteriores eslabones de la cadena”. Al parecer, esta iniciativa tuvo cierto eco en la Directiva 89/592/CEE (arts. 2, 4.); en este sentido, VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, Noticias CEE (81), 1991, 33.

³³⁷ A favor de la tipicidad de las recomendaciones, entre otros, BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 365; EIRANOVA ENCINAS, Abuso de mercado, 2005, 646, entiende que si quien brinda el consejo, es decir, el “consejero”, se encuentra en conexión con la información, difícilmente podrá defenderse la atipicidad de las recomendaciones; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 381, sostiene que *de lege ferenda* la incriminación de las recomendaciones o consejos de adquirir o ceder valores basados en información privilegiada sólo estaría justificada cuando estos actos sean constitutivos de participación en la operación ejecutada por el receptor del consejo, pero no en los casos en los que éste no sigue la recomendación del iniciado primario.

³³⁸ Así, FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 116; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1388; DPE, 2002, 121; DP PE, 2004, 585; DPE, 2005, 302; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 242; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 415; LL, 1999, 3944; BAJO FERNÁNDEZ, Uso de información privilegiada, 1999, 645; BAJO

comentarios imprudentes, v. gr., sobre las estrategias de inversión de una sociedad emisora; la razón de esta exclusión, sin embargo, no es ya que la información transmitida no sea relevante, sino que ha sido suministrada de forma imprudente cuando el tipo exige la comisión dolosa que –a juicio de algunos– requiere que la comunicación se produzca con la intención de que la información sea utilizada por el tercero, pues en caso contrario, la conducta sería impune³³⁹. Se trata, en todo caso, de una interpretación del tipo subjetivo que será analizada con más detenimiento en el capítulo respectivo.

En el derecho positivo alemán, el texto inicial del § 38 ap. 3 en correspondencia con el § 14 ap. 1, núm. 3 WpHG, castigaba penalmente las recomendaciones de compra o venta de títulos valores basadas en información privilegiada, lo que propició una interesante discusión doctrinal sobre si los datos publicados a través de programas televisivos, informes bursátiles o revistas financieras tenían el carácter de una recomendación; habiéndose defendido –a la luz de la función protectora del tipo penal– que no toda evaluación positiva de un título valor puede ser considerada como tal, sobre todo porque el analista financiero o el periodista bursátil sólo hacen lo que en virtud de su profesión les está permitido, esto es, publicar y evaluar críticamente títulos valores³⁴⁰; además, se planteaba lógicamente que el castigo de tal conducta requería la existencia de un nexo causal entre el hecho relevante y la recomendación³⁴¹; sin embargo, actualmente se ha suprimido la incriminación penal de tal conducta y su concurrencia implica sólo una contravención que acarrea sanciones pecuniarias; en tal sentido, pues, se sanciona administrativamente a quienes con dolo o imprudencia grave infringen la prohibición contenida en el § 14 ap. 1 núm. 3 WpHG, que proscribe efectuar recomendaciones derivadas de una información privilegiada³⁴².

FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 526; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 201; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 381; RUBIO LARA, Parte especial, 2006, 84; RUÍZ RODRÍGUEZ, Comentarios, 2007, 633; así tb., refiriéndose al StGB suizo, HURTADO POZO, Der Mißbrauch von Insider-Informationen, 1994, 421.

³³⁹ GIUDICELLI-DELAGE, El delito de iniciados, 1995, 402, sostiene que en el Derecho francés se castiga tanto el suministro doloso como el imprudente; HERNÁNDEZ SAINZ, APen, 1997, 192.

³⁴⁰ En este sentido, VOLK, BB (2), 1999, 67.

³⁴¹ Así, SCHNEIDER/BURGARD, ZIP (10), 1999, 389.

³⁴² Cfr. al respecto, el § 39 ap. 2 núm. 4 WpHG. En alusión a la legislación italiana, SANGIOVANNI, ZStW (112), 2000, 912, señala que la tercera conducta prohibida en el ámbito del delito de iniciados es la de recomendar a otro la *compra* de instrumentos financieros, por lo que –a su juicio– los casos en los que el iniciado recomienda a otro la no realización de una determinada transacción no están abarcados por el

En España, por su parte, se ha defendido *de lege lata* el castigo de algunos supuestos de recomendación a través de la modalidad típica del uso. En este sentido, *PRIETO del PINO* sugiere apreciar un delito consumado de uso de información privilegiada, cuando el iniciado primario actúa como autor mediato al procurar que el receptor no iniciado efectúe operaciones a partir de su consejo, v. gr., el padre iniciado que recomienda a su hijo que adquiera valores de una compañía, haciéndole creer que su consejo se basa en informaciones públicas relativas a la buena marcha del negocio³⁴³.

7.3.5) Admisibilidad de la comisión por omisión en el suministro

Aunque la posibilidad de apreciar la omisión impropia en la conducta típica del suministro no es una cuestión exenta de discusiones, lo cierto es que en el terreno práctico son imaginables los casos en los que el iniciado, sin llegar a transmitir directamente la información privilegiada, facilita el acceso a la misma, sea infringiendo su deber de custodia o retirando obstáculos que hacen posible el acceso a dicha información. En la doctrina española, un importante sector niega la aplicación de la comisión por omisión en la conducta típica del suministro³⁴⁴, en sentido contrario a quienes defienden la posibilidad de castigar los casos de omisión impropia³⁴⁵. En este

tipo. Es importante destacar que el autor defiende la punibilidad del iniciado que brinda la recomendación con independencia de que el destinatario de la misma realice o no transacciones con instrumentos financieros; sosteniendo, además, que el receptor del consejo no comete delito alguno cuando efectúa la operación, ya que al no conocer el carácter privilegiado de la información falta el tipo subjetivo.

³⁴³ *PRIETO DEL PINO*, *Uso de información privilegiada*, 2004, 382, expresa que en el caso planteado el instrumento, es decir, el hijo no iniciado es, a los efectos del art. 285 CP, el “tercero” para quien el *insider* obtiene el beneficio superior a 600,000 euros.

³⁴⁴ Así, *CALDERÓN SUSÍN*, *CuadDJ*, 1996, 242; *MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO*, *Delitos socioeconómicos*, 1996, 215; *ROBLEDO VILLAR*, *Delitos contra el patrimonio*, 1997, 399; *HERNÁNDEZ SAINZ*, *APen*, 1997, 193; *BACIGALUPO*, *Uso de información privilegiada*, 1999, 646; *GONZÁLEZ RUS*, *DP PE*, 2000, 517; *Compendio*, 2000, 517; *DPE PE*, 2005, 603; *BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO*, *DPE*, 2001, 528; *RODRÍGUEZ RAMOS*, *Lecciones*, 2001, 540; *MONTES ÁLVARO*, *El delito de información privilegiada*, 2004, 1235; *GONZÁLEZ CUSSAC*, *DP PE*, 1996, 481, considera que la admisibilidad de la omisión plantea serias dudas; así tb., *JERICÓ OJER*, *Utilización de información privilegiada*, 2002, 201; *GÓMEZ PAVÓN*, *ICADE* (42), 1997, 255.

³⁴⁵ En este sentido, *RUIZ RODRÍGUEZ*, *Comentarios*, 2007, 634; *LÓPEZ BARJA DE QUIROGA*, en: *Bacigalupo* (dir.), *Curso*, 2005, 366; *EIRANOVA ENCINAS*, *Abuso de mercado*, 2005, 646, 647; *BAUCELLS LLADÓS*, en: *Córdoba Roda/García Arán* (dirs.), *Comentarios*, 2004, 1059; *BENÍTEZ ORTÚZAR*, en: *Cobo del Rosal* (dir.), *Comentarios*, 1999, 368, 369; *Relevancia jurídico penal del insider trading*, 2005, 98; *MESTRE DELGADO*, *DP PE*, 2001, 358; *MUÑOZ CONDE*, *DP PE*, 2004, 521; *MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ*, en: *Vives Antón* (coord.), *Comentarios*, 1996, 1389; *DPE*, 2002, 122; *DPE*, 2005, 302, 303, admite la posibilidad de comisión por omisión siempre que se salve el error

último caso, se exige, además, que el dolo del omitente no sólo vaya dirigido a que el sujeto acceda a la información, sino también a que la utilice en sus operaciones y obtenga ganancias u ocasione pérdidas³⁴⁶.

7.4) ¿Tipo mixto alternativo o acumulativo?

En atención al número de acciones recogidas en el art. 285 CP, el *insider trading* es un tipo mixto, ya que la descripción de la prohibición contiene dos acciones, esto es, “usar” o “suministrar” información privilegiada, las cuales se presentan como disyuntiva, separadas por la conjunción “o”. La principal consecuencia práctica se produce en materia concursal, ya que se trata de decidir si la concurrencia de ambas conductas supone o no un concurso de delitos, lo que a juicio de *LUZÓN PEÑA* o *SANZ MORÁN* es una cuestión de interpretación, más concretamente, de una “interpretación teleológico-valorativa”³⁴⁷. En mi opinión este criterio de interpretación debe conectarse ineludiblemente con el bien jurídico protegido en las operaciones de iniciados. Así pues, si admitimos que la otra modalidad típica añade mayor desvalor al hecho, entonces habrá

gramatical del supuesto de hecho y se describa claramente la conducta típica del suministro; GÓMEZ PAVÓN, *ICADE* (42), 1997, 257, se decanta por aceptar la probabilidad de la comisión por omisión siempre que el iniciado que permite el acceso a la información, lo haga con la intención de que la misma sea utilizada por el receptor en sus operaciones en bolsa. A partir de esta exigencia en el plano subjetivo, la autora concluye que la mera infracción de la posición de garante en el orden administrativo no es suficiente para aplicar la omisión impropia; CALDERÓN SUSÍN, *CuadDJ*, 1996, 242, condiciona el castigo de la omisión impropia siempre que de *lege lata* el tipo castigara la conducta del receptor de la información que hace uso de ella; RUBIO LARA, *Parte especial*, 2006, 84, supedita la aplicación de la comisión por omisión a que el tipo se constituya sobre la infracción de un deber. En la doctrina alemana, WODSAK, *Täuschung des Kapitalmarkts durch Unterlassen*, 2006, 22, admite la posibilidad de apreciar conductas omisivas en la modalidad típica del suministro regulada en el § 38 ap. 2 WpHG; SCHÜNEMANN (Entrevista concedida en el Institut für die gesamten Strafrechtswissenschaften, Rechtsphilosophie und Rechtsinformatik, con fecha de 5 de julio de 2007), considera posible la aplicación de supuestos de omisión impropia en la conducta típica del suministro, aunque para ello exige -además de la concurrencia de una posición de garante- la aplicación de un criterio de identidad estructural con la conducta activa. En este ámbito, la versión original del § 38 ap. 2 en correspondencia con el § 14 ap. 1, núm. 2 WpHG alemana, castigaba penalmente a quien suministrase información privilegiada o la hiciera accesible a terceras personas; no obstante, la regulación actual ha suprimido la incriminación penal de tales conductas y, al igual que las recomendaciones basadas en información privilegiada, sólo son acreedoras de sanciones pecuniarias de conformidad con el § 39 ap. 2 núm. 3 WpHG en relación con el § 14 ap. 1 núm. 2 WpHG. En alusión a la incriminación penal del suministro antes de la reforma a la WpHG, *vid.*, PARK, *BB* (41), 2001, 2072. En la doctrina italiana, parece admitir la posibilidad de omisión impropia en el suministro, SANGIOVANNI, *ZStW* (112), 2000, 911.

³⁴⁶ Así, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), *Comentarios*, 1996, 1389; DPE, 2002, 122; DPE, 2005, 303; así tb., RUBIO LARA, *Parte especial*, 2006, 84.

³⁴⁷ Cfr. LUZÓN PEÑA, en: Luzón Peña (dir.), *EPB*, 2002, 1201; *Curso*, 1997, 311; SANZ MORÁN, *El concurso de delitos*, 1986, 119.

que apreciar tantos delitos como conductas, por lo que estaríamos frente a un *tipo mixto acumulativo*; en cambio, si consideramos que es indiferente que se realicen una o ambas modalidades habrá que calificar el delito de uso de información privilegiada como un *tipo mixto alternativo*³⁴⁸.

En la doctrina española se ha defendido mayoritariamente la consideración del *insider trading* como tipo mixto alternativo³⁴⁹, frente a quienes –como MARTÍN PALLÍN o PRIETO del PINO– lo califican de tipo mixto acumulativo, por lo que si además de usar la información en sus operaciones también la suministra a otro, el sujeto iniciado incurrirá en dos delitos en régimen concursal³⁵⁰.

A nuestro juicio, el *insider trading* está configurado como un tipo mixto acumulativo, de manera que si el iniciado usa y suministra la información privilegiada habrá que aplicar un **concurso de delitos**, ya que la concurrencia de ambas conductas añade un mayor desvalor al hecho. Así, mientras la conducta típica del uso abarca el desvalor que implica la realización de operaciones propias con información relevante, el suministro abarca no sólo la infracción del deber de sigilo, sino también el hecho de involucrar a terceras personas en prácticas perjudiciales para el mercado de valores, con el consiguiente incremento del riesgo que se produce cuando el receptor de la información la suministra a su vez a más personas (supuestos de transmisión en cadena).

³⁴⁸ MUÑOZ CONDE, Teoría, 2007, 64; MUÑOZ CONDE/GARCÍA ARÁN, DP PG, 2004, 261; MIR PUIG, DP PG, 2004, 229; LANDECHO VELASCO/MOLINA BLÁZQUEZ, DP PG, 2004, 281; JESCHECK/WEIGEND, Tratado (Trad. Olmedo Cardenete), 2002, 285; LUZÓN PEÑA, en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 1201, 1202; Curso, 1997, 311; ROXIN, DP PG, 1997, 337; RODRÍGUEZ DEVESA/SERRANO GÓMEZ, DP PG, 1995, 422; SANZ MORÁN, El concurso de delitos, 1986, 118; RODRÍGUEZ MOURULLO, DP PG, 1978, 274-275.

³⁴⁹ En este sentido, GONZÁLEZ RUS, Curso, 1996, 820; DP PE, 2000, 517; PE, 2005, 603; MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 214; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 240; GÓMEZ PAVÓN, ICADE (42), 1997, 253; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 364; Relevancia jurídico penal del insider trading, 2005, 95; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 199; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 141; EIRANOVA ENCINAS, Abuso de mercado, 2005, 646. Así, refiriéndose a la regulación del *insider trading* en el PCP/1994, FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 111, 113.

³⁵⁰ Así, MARTÍN PALLÍN, CuadDJ (14), 1997, 151; HERNÁNDEZ SAINZ, APen, 1997, 189; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 379, 381, 382, admite la existencia de una ley mixta acumulativa, por entender que el suministro de información supone la tipificación autónoma de la cooperación necesaria de un iniciado-*intra-neus* en el uso de información privilegiada ejecutado por un *extra-neus*. Por su parte, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1389, 1390; DPE, 2005, 303; DPE, 2002, 122, sostiene que de *lege lata* no es que haya un tipo mixto alternativo, sino que en realidad sólo se castiga una conducta, pero *de lege ferenda* defiende el establecimiento de un tipo mixto acumulativo.

7.5) La obtención de un beneficio económico o la causación de un perjuicio superior a 600.000 euros: ¿resultado típico o condición objetiva de punibilidad?

Otra cuestión nada pacífica en la doctrina española, y que ya había sido advertida por ARROYO antes de la aprobación de la regulación actual³⁵¹, es la relativa a la naturaleza dogmática de la exigencia típica concerniente a la obtención –para sí o para un tercero– de un beneficio superior a 600.000 euros o la causación de un perjuicio de idéntica cantidad^{352 353}. En este sentido, pueden apreciarse tres posiciones tradicionales, a saber: un sector considera que esta cuantía no es más que el resultado del tipo³⁵⁴; otros autores

³⁵¹ Cfr. ARROYO ZAPATERO, El abuso de información privilegiada, 1995, 58.

³⁵² El art. 305. 2 PCP/1992 castigaba expresamente, a diferencia del art. 285 CP actual, las operaciones con información privilegiada cuyo beneficio económico no superara las 75.000.000 de pesetas, siempre que previamente hubieran sido sancionadas administrativamente. También es importante destacar que el art. 305 castigaba en su numeral 1º sólo la obtención de un beneficio superior a la cuantía indicada, pero no hacía mención alguna a la causación de un perjuicio de idéntica suma.

³⁵³ Vid. críticamente sobre la cuantía del beneficio-perjuicio, BENÍTEZ ORTÚZAR, Relevancia jurídico-penal del insider trading, 2005, 99, para quien el buen funcionamiento del mercado no aparece más o menos lesionado según se produzca o no un perjuicio superior a 600.000 euros. Así mismo, le parece discutible que el legislador haya concedido relevancia típica a la obtención de un beneficio económico sin que ello conlleve necesariamente un perjuicio patrimonial; QUERALT JIMÉNEZ, DP PE, 2008, 585, 586, denuncia lo sorprendente que resulta que en la regulación actual del *insider trading* se conceda relevancia penal a la obtención de un beneficio económico sin exigir un perjuicio como contrapartida. Además, expone las dificultades procesales que se derivarían de esta situación, ya que el ejercicio de la acción penal en este delito está supeditada a la denuncia del agraviado, por lo que –sostiene– si no hay perjuicio alguno, tampoco habrá ningún agraviado. En consecuencia, defiende que el beneficio obtenido por el iniciado, con independencia del monto, quedaría fuera del ámbito de lo punible, tanto por no afectar bien jurídico-penal alguno, como, en el caso que se afirme que sí afecta uno, por las apuntadas consecuencias procesales que impiden cualquier acción penal contra el *insider*.

³⁵⁴ En este sentido, FARALDO CABANA EPCr, 1995, 118, 119; GONZÁLEZ CUSSAC, DP PE, 1996, 481; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1390; DPE, 2005, 303; DPE PG, 2007, 581; DP PE, 2008, 489; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 243; QUERALT JIMÉNEZ, DPE PE, 1996, 477; GONZÁLEZ RUS, en: Cobo del Rosal (dir.), Curso, 1996, 820; PE, 2005, 604; Compendio, 2000, 517; GÓMEZ PAVÓN, ICADE (42), 1997, 255; CALDERÓN CEREZO, DP PE, 1999, 875; BAJO FERNÁNDEZ, Uso de información privilegiada, 1999, 646; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 527; RODRÍGUEZ RAMOS, Lecciones, 2001, 540; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 203; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 146; VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), Comentarios, 2005, 1452; LUZÓN CANOVAS, Abuso de información privilegiada, 2005, 6, 9; RODRÍGUEZ MOURULLO, Anales, 2007, 607; HURTADO POZO, Der Mißbrauch von Insider-Informationen, 1994, 421, en alusión al delito de iniciados en el CP suizo; TERRADILLOS BASOCO, Protección penal del mercado financiero, 1998, 176; Empresa y Derecho Penal, 2001, 238, aunque inicialmente defendía la tesis mixta que se expone arriba. En este sentido se ha pronunciado la AP de Madrid (sección sexta) en Auto del 2 de noviembre de 2005, en el que a propósito del caso Tabacalera consideró que “el resultado típico, la obtención de un beneficio superior a 600.000 euros, ha de

sostienen, en cambio, que estamos frente a una condición objetiva de punibilidad, por lo que este límite cuantitativo marca la frontera entre el ilícito penal y las infracciones administrativas contenidas en la LMV³⁵⁵ ³⁵⁶y; finalmente, hay quienes –como *TERRADILLOS*, *RUIZ RODRÍGUEZ* o *PRIETO del PINO*– defienden una posición ecléctica al sugerir que la obtención de un beneficio o la causación de un perjuicio cualquiera sí constituye un resultado del delito, pero que el límite cuantitativo es una condición objetiva de punibilidad³⁵⁷.

encontrarse abarcado por el dolo del autor del delito aunque fuera como dolo eventual (...) y en íntima relación de causalidad con el hecho base de la información privilegiada poseída inicialmente”.

³⁵⁵ Así, en relación con el art. 305 PCP/1992, ARROYO ZAPATERO, El abuso de información privilegiada, 1995, 58; El abuso de información privilegiada, 1994, 72; atendiendo a la regulación actual, MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 219; MARTÍN PALLÍN, CuadDJ (14), 1997, 157; ROBLEDO VILLAR, Delitos contra el patrimonio, 1997, 400; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 201; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 380, 381; LL, 1999, 3945; Abuso de información privilegiada, 2006, 161; JORNADA DE POZAS, Código Penal, 1997, 2992; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 373; Relevancia jurídico penal del insider trading, 2005, 101; MESTRE DELGADO, DP PE, 2001, 361; GARCÍA VALDÉS/FIGUEROA NAVARRO, en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 58; MARCHENA GÓMEZ, De los delitos relativos al mercado, 2002, 1898; ÍÑIGO CORROZA, Uso de información privilegiada, 2003, 302; MUÑOZ CONDE, DP PE, 2004, 521; COLMENERO MENÉNDEZ, CP Comentado, 2004, 871; BAUCCELLS LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), Comentarios, 2004, 1058, 1059; HORMAZÁBAL MALARÉE, El uso de información privilegiada, 2004, 504; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 368, 369; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, en: Bacigalupo (dir.), Curso, 2005, 366, 367; EIRANOVA ENCINAS, Abuso de mercado, 2005, 647; MONROY ANTÓN, RDBB (98), 2005, 54; Derecho & Empresa (2), 2005, 7; QUINTANAR DÍEZ, CPC (88), 2006, 170, 171, 173, 187. En la jurisprudencia, la STS núm. 1156/1997 (29 septiembre de 1997), defiende la existencia de una condición objetiva de punibilidad en el art. 350 CP/1973 referido al fraude de subvenciones o ayudas públicas. Al respecto, se sostiene que la adopción de un sistema mixto de sanciones administrativas penales, “constituye un régimen especial” en el que se establece una modalidad sancionatoria específica para “ilícitudes menores de una determinada cantidad”, así, pues, se expresa que al no haber alcanzado la cuantía exigida por la ley, las defraudaciones cometidas debieron ser reprimidas con la sanción administrativa correspondiente; en el ámbito concreto del delito de iniciados, la SAP de Madrid núm. 768/2009, de 17 de julio, sugiere que la cuantía del beneficio-perjuicio constituye una condición objetiva de punibilidad que marca el límite entre la infracción penal y administrativa.

³⁵⁶ Es importante destacar que –durante el debate parlamentario– la cuestión de la cuantía como condición objetiva de punibilidad, que deja impune las operaciones con beneficios inferiores a dicha cantidad, fue planteada por el señor López Garrido (Grupo IU-IC), proponiendo que el beneficio en tal cuantía, supusiera una agravante; sin embargo, el señor Mohedano (Grupo Socialista), defendió la impunidad en casos de inexistencia de tal beneficio, para los cuales deja salvo las sanciones administrativas contempladas en la LMV (C/511/15567). Cfr. al respecto, LÓPEZ GARRIDO/GARCÍA ARÁN, La voluntad del legislador, 1996, 144.

³⁵⁷ Cfr. TERRADILLOS BASOCO; Derecho penal de la empresa, 1995, 192, aunque posteriormente (Empresa y Derecho Penal, 2001, 237) defiende que el efecto económico requerido en el tipo del art. 285 CP es, a la luz del principio de culpabilidad, un resultado material del delito; RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 359; Protección penal, 2002, 152; en: Arroyo Zapatero/Berdugo Gómez de la Torre/Ferré Olivé/García Rivas/Serrano Piedecabras/Terradillos Basoco (dirs.), Comentarios, 2007, 634; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 369, 373; en parecidos términos, MESTRE DELGADO, DP PE, 2008, 377, sostiene que pese a que el delito está redactado como un tipo de resultado, la cuantía del beneficio-perjuicio de los 600, 000 euros constituye una condición objetiva de punibilidad, que hace inviable el castigo de la tentativa.

La tesis mixta precisa de una explicación más detallada sobre su fundamento, habida cuenta de que en principio parece insostenible defender que el beneficio-perjuicio inferior a 600.000 euros sea un resultado del delito, mientras que la cuantía igual o superior a dicha cifra constituye una condición objetiva de punibilidad, cuya consecuencia práctica es precisamente la impunidad de la tentativa. En este sentido, cabe cuestionar ¿Cómo puede coexistir un elemento que condiciona la punibilidad y que es ajeno al tipo subjetivo con otro elemento del tipo que debe ser abarcado por el dolo? ¿Por qué si la cuantía del beneficio-perjuicio inferior a 600.000 euros constituye un resultado del tipo no caben las formas imperfectas de ejecución? Pues bien, la respuesta a estas cuestiones parte de la consideración de las condiciones objetivas de punibilidad como elementos que condicionan la imposición de la pena, pero que en modo alguno hacen desaparecer el delito. En este sentido, *RUIZ RODRÍGUEZ* señala que si se fija una cantidad a partir de la cual puede imponerse una pena, como único elemento que no forma parte del tipo subjetivo, el beneficio, o el eventual perjuicio, sí que han de formar parte del conocimiento del sujeto activo al tratarse de elementos del tipo objetivo. Por esta razón, el citado autor niega la conveniencia del recurso a los límites cuantitativos como condiciones objetivas de punibilidad, ya que a su juicio causan más distorsiones que beneficios; sin embargo, a la luz del derecho positivo no queda –a su juicio– más remedio que calificar dicho límite cuantitativo como elemento que condiciona la punibilidad. Lo cierto es que –desde su punto de vista– la estructura típica del delito no permite considerar la realización del beneficio o perjuicio como condición objetiva de punibilidad, ya que su previsibilidad y certeza hacen que sea imposible desconectarlo del dolo del sujeto activo; no obstante, sostiene que esa consideración no alcanza a los 600.000 euros que se erige como condición objetiva de punibilidad³⁵⁸.

La explicación es sencilla, mientras en otros delitos se establecen límites cuantitativos que deben ser abarcados por el dolo del agente, por tratarse de cifras que pueden determinarse con más o menos exactitud, en el mercado de valores esto no es posible, pues como es sabido este tipo de mercados se caracteriza por su imprevisibilidad y la cotización de los valores está condicionada por una serie de circunstancias tan variadas y

³⁵⁸ Cfr. *RUIZ RODRÍGUEZ*, Protección penal del mercado de valores, 1997, 359; Protección penal, 2002, 153; en: Arroyo Zapatero/Berdugo Gómez de la Torre/Ferré Olivé/García Rivas/Serrano Piedecosas/Terradillos Basoco (dirs.), Comentarios, 2007, 634.

complejas que el dolo del sujeto no puede abarcar un resultado tan incierto (= obtener un beneficio o causar un perjuicio superior a 600.000 euros)³⁵⁹. Pero ¿acaso el dolo del sujeto no puede ir dirigido a obtener ese beneficio o causar el perjuicio cuando, por ejemplo, realiza operaciones con gran volumen de activos? A esta cuestión se responde afirmativamente, aunque no obstante el citado autor señala que el dolo del autor debe abarcar hechos previsible, dentro de los cuales no se encuentra la fijación de una cuantía determinada. Finalmente, dicho autor advierte las consecuencias que en materia de consumación se producen al defender la tesis mixta de resultado más condición objetiva de punibilidad y, pese a su aparente inconformidad con esta categoría, admite que la impunidad de la tentativa es más acorde con el principio de intervención mínima³⁶⁰.

7.5.1) Argumentos a favor de la condición objetiva de punibilidad

Las posturas defensoras del beneficio o del perjuicio como condición objetiva de punibilidad esgrimen diversos criterios gramaticales, dogmáticos, funcionales, político-criminales y sistemáticos³⁶¹. En este sentido, se invoca el argumento gramatical de que si la cuantía fuera resultado del delito, la descripción típica utilizaría la expresión “usare para obtener” y no el gerundio “obteniendo”³⁶²; también se alegan dificultades procesales al momento de probar que el dolo del autor abarcó la producción de un resultado superior a 600.000 euros³⁶³; desde el punto de vista dogmático se alega que la

³⁵⁹ RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal, 2002, 153; en: Arroyo Zapatero/Berdugo Gómez de la Torre/Ferré Olivé/García Rivas/Serrano Piedecabras/Terradillos Basoco (dirs.), Comentarios, 2007, 634.

³⁶⁰ RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 362; Protección penal, 2002, 154.

³⁶¹ En este sentido, RODRÍGUEZ MOURULLO, Anales, 2007, 607.

³⁶² Vid. JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 203; LUZÓN CÁNOVAS, Abuso de información privilegiada, 2005, 7; HERNÁNDEZ SAINZ, 1997, 201, trae a colación la redacción del art. 305 del PCP/1992 que sancionaba a quien “usare y obtuviere como resultado”, lo que comparado con la redacción actual le induce a pensar en un cambio de orientación del legislador. A pesar de que el referido error gramatical fue puesto de manifiesto por MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1390; DP PE, 2008, 489; DPE, 2005, 303, este autor no ve inconvenientes para admitir que la cuantía del beneficio es un resultado material que debe ser abarcado por el dolo del sujeto.

³⁶³ Cfr. MONTES ÁLVARO, El delito de información privilegiada, 2004, 1239; GÓMEZ PAVÓN, ICADE (42), 1997, 255.

naturaleza colectiva del bien jurídico³⁶⁴ y la estructura típica del *insider trading* como delito de peligro abstracto impide la calificación de la cuantía como resultado típico; y por último, autores como *QUINTANAR DÍEZ* expresan –en favor de la condición objetiva de punibilidad– el establecimiento de infracciones administrativas en la LMV³⁶⁵. No hay que descartar, sin embargo, que también las restricciones a la punibilidad obedecen –desde una perspectiva político-criminal– a cuestiones de necesidad de pena, oportunidad y proporcionalidad en la reacción punitiva³⁶⁶.

7.5.1.1) La jurisprudencia del TS como criterio sistemático

Los argumentos sistemáticos están amparados en las distintas sentencias emitidas por el TS en materia de delitos de defraudación tributaria y fraude de subvenciones. En este sentido, resulta emblemática la STS núm. 213/1997, de 19 de abril, ya que en ésta se expresa que desde una perspectiva político-criminal podrían discutirse las razones que motivaron al legislador a desincriminar penalmente, y convertir en infracción administrativa, las conductas que no alcancen el límite cuantitativo establecido en el delito de fraude de subvenciones; sin embargo, afirma que la introducción de dicho límite como condición objetiva de punibilidad –que marca el límite entre el ilícito penal y el administrativo– excluye la aplicación del tipo penal respectivo cuando el monto de la defraudación no alcance el importe legalmente requerido³⁶⁷.

³⁶⁴ Así, GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 382; BENÍTEZ ORTÚZAR, Relevancia jurídico penal del insider trading, 2005, 101.

³⁶⁵ Cfr. QUINTANAR DÍEZ, CPC (88), 2006, 170, 171, así tb., GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 382.

³⁶⁶ Así, con relación a la regulación del *insider trading* en el art. 285 CP, RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 358, 362; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 201; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 380, 381; LL, 1999, 3944; LUZÓN CANOVAS, Abuso de información privilegiada, 2005, 6. En contra, GÓMEZ RIVERO, El fraude de subvenciones, 1996, 180, sostiene –en relación con la cuantía económica establecida en varios delitos- que ni la afirmación de que ese límite cuantitativo responde a razones de oportunidad y conveniencia de la intervención penal justifica su ajeneidad a la culpabilidad.

³⁶⁷ Vid. STS núm. 213/1997, de 19 de abril (RJ\1997\3030); en el mismo sentido, la STS núm. 969/1997, de 4 de julio (RJ\1997\6236); STS núm. 1156/1997, de 29 de septiembre (RJ 1997\6700); STS núm. 1197/2001, de 20 de junio (RJ\2001\7264); STS núm. 435/2002, de 1 de marzo (RJ 2002\3587); así tb., en el ámbito de los delitos contra la hacienda pública y la seguridad social, STS de 27 de diciembre de 1990 (RJ 1991\5209); STS núm. 830/2003, de 9 de junio (RJ 2003\6364).

7.5.1.2) La capacidad económica del iniciado como criterio de determinación

Finalmente, *PRIETO del PINO* defiende la existencia de una condición objetiva de punibilidad basándose fundamentalmente en razones económicas. En este sentido, esta autora sostiene que, para efectuar operaciones bursátiles, el sujeto activo no sólo precisa disponer de información privilegiada, sino que también debe tener una elevada capacidad económica de la que no gozan todos los demás sujetos pese a su posición privilegiada; así, pues, según este argumento, la capacidad económica del iniciado es fundamental para determinar si procede o no la sanción penal. La consecuencia de este planteamiento es que sólo pueden ser sujetos activos del delito quienes tengan posibilidades de obtener un beneficio tan alto como el prescrito en la norma, y dicho beneficio únicamente puede ser alcanzado por quienes tienen medios económicos suficientes como para invertir sumas elevadas de dinero. En conclusión, desde esta perspectiva, solamente quienes tienen capacidad económica para invertir en bolsa y obtengan beneficios superiores a 600.000 euros podrán ser castigados por *insider trading*; en cambio, aquellos que no alcanzan el beneficio legalmente establecido sólo podrán ser sujetos de sanciones administrativas³⁶⁸.

La determinación de la naturaleza dogmática del beneficio o el perjuicio no es en absoluto baladí, ya que las consecuencias prácticas varían considerablemente según se asuma una u otra postura. Así, pues, quienes califican el monto de los 600.000 euros como resultado del delito admiten la punibilidad de la tentativa³⁶⁹, requieren la

³⁶⁸ Cfr. *PRIETO DEL PINO*, *Uso de información privilegiada*, 2004, 368, 369; en parecidos términos, *RUIZ RODRÍGUEZ*, *Protección penal*, 2002, 154. En contra de esta postura como criterio válido para defender la existencia de una condición objetiva de punibilidad en el art. 285 CP, *LUZÓN CÁNOVAS*, *Abuso de información privilegiada*, 2005, 8.

³⁶⁹ De manera excepcional, *BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO*, *DPE*, 2001, 527, niegan la punibilidad de la tentativa, a pesar de admitir que el beneficio o perjuicio al que alude el art. 285 CP son “auténticos resultados que deben ser abarcados por el dolo”. A juicio de los autores, la tentativa no es punible porque no sería más que “preparar, comunicar o recomendar”, conductas éstas ya sancionadas administrativamente en la LMV; *LANDECHO VELASCO/MOLINA BLÁZQUEZ*, *PE*, 1996, 260, pese a calificar la cuantía como resultado del delito, niegan la posibilidad de castigar la tentativa cuando el beneficio-perjuicio ocasionado sea inferior a la cifra legalmente establecida; en parecidos términos, *BENÍTEZ ORTÚZAR*, *Relevancia jurídico penal del insider trading*, 2005, 99, 100, entiende que si llegara a defenderse la cuantía del tipo como resultado, sólo podría castigarse en grado de tentativa la realización de operaciones que *ex ante* parecieran idóneas para obtener beneficios o causar perjuicios superiores a 600,000 euros, pues en caso contrario, es decir, en el supuesto de que la operación realizada no proyectara *ex ante* un beneficio-perjuicio de tal magnitud, entonces la conducta sería impune.

existencia de un nexo causal entre el resultado y el uso de la información³⁷⁰ y, finalmente, pero no menos importante, exigen que dicho resultado sea abarcado por el dolo del sujeto. Por el contrario, los autores que defienden la tesis opuesta, esto es, la existencia de una condición objetiva de punibilidad abogan por la impunidad de las formas imperfectas de ejecución³⁷¹ y sostienen que, al tratarse de esta categoría dogmática, no es preciso que sea abarcada por el dolo del sujeto. Por último, si se defiende la tesis intermedia arriba expuesta, resultaría que la no obtención de beneficio económico alguno sería impune a pesar de constituir un delito en grado de tentativa³⁷². Como es evidente, pues, las consecuencias aquí esbozadas no son ajenas a los postulados que rigen en general para las categorías dogmáticas involucradas en la discusión.

Por esta razón, antes de plantear nuestra posición al respecto, conviene retomar brevemente el concepto, fundamento y, principalmente, los efectos de las condiciones objetivas de punibilidad, con la finalidad de alcanzar soluciones dogmáticamente coherentes. No pretendemos, sin embargo, realizar un análisis pormenorizado de dicha figura, pues la complejidad y amplitud del tema nos conduciría por sendas muy alejadas del tipo penal objeto de nuestra investigación.

³⁷⁰ Algunos autores han planteado la posibilidad de apreciar un nexo causal entre la conducta del sujeto y la condición objetiva de punibilidad. En este sentido, MARTÍNEZ- BUJÁN PÉREZ, *Las condiciones*, 1989, 78, sostiene que en las condiciones objetivas de punibilidad no tiene por qué existir un vínculo causal entre ellas y la acción del sujeto; pero admite que el hecho de que en el caso concreto pueda establecerse semejante relación causal no elimina la presencia de una genuina condición objetiva de penalidad; en parecidos términos, OCTAVIO DE TOLEDO Y UBIETO/HUERTA TOCILDO, *DP PG*, 1986, 387, 390; COBO DEL ROSAL/VIVES ANTÓN, *DP PG*, 1999, 430; MENDES DE CARVALHO, *Punibilidad*, 2007, 102. En contra, ARROYO DE LAS HERAS, *Manual*, 1985, 237, niega la exigencia de causalidad material en las condiciones objetivas de punibilidad; SAINZ CANTERO, *Lecciones*, 1989, expresa que si existe un nexo causal entre la acción y el resultado, no podrá hablarse de auténtica condición objetiva de punibilidad; FARALDO CABANA *EPCr*, 1995, 119, en favor del beneficio-perjuicio como resultado del delito, alega que no es posible negar la existencia de un nexo causal entre la acción típica y el evento acaecido; así tb., FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, *EPCr*, 2003, 146; LUZÓN PEÑA, en: Luzón Peña (dir.), *EPB*, 2002, 1051, afirma que no es necesario la existencia de relación de causalidad –ni de imputación objetiva– entre la acción y la condición; QUINTANAR DÍEZ, *CPC* (88), 2006, 171, expresa que al ser elementos extrínsecos, las condiciones objetivas de punibilidad quedan fuera de la acción, *la causalidad*, la tipicidad y la culpabilidad.

³⁷¹ En contra, RUIZ RODRÍGUEZ, *Protección penal del mercado de valores*, 1997, 359, plantea la posibilidad de punición de las formas imperfectas de ejecución cuando concurren condiciones objetivas de punibilidad; parecen asumir esta postura, JORNADA DE POZAS, *Código Penal*, 1997, 2991, 2992; VAZQUEZ IRUZUBIETA, *Código Penal Comentado*, 1996, 433; BAUCCELLS LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), *Comentarios*, 2004, 1058, admite expresamente el castigo de la tentativa aun cuando defiende la existencia de una condición objetiva. Sobre las posiciones negadoras y favorables al castigo de la tentativa en esta materia, *vid.* ampliamente, MAPELLI CAFFARENA, *Condiciones objetivas de punibilidad*, 1990, 143 ss.

³⁷² Cfr. PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 367.

7.5.2) *Las condiciones objetivas de punibilidad: concepto, fundamento, efectos, clases y distinción con otras figuras afines*

El tratamiento dogmático de las condiciones objetivas de punibilidad (*objektiven Bedingungen der Strafbarkeit*) es –como afirman *MAPELLI* o *MARTÍNEZ-BUJÁN*– una de las cuestiones más controvertidas de la ciencia jurídico-penal³⁷³. En efecto, no existe consenso general sobre el fundamento, naturaleza jurídica, ubicación sistemática y tratamiento de dicha categoría, habiéndose incluso llegado a negar su existencia misma³⁷⁴. Pese a esta última afirmación, en el Derecho penal español contemporáneo, la inmensa mayoría de autores admiten la existencia de condiciones objetivas de punibilidad en algunos preceptos del CP e incluso llegan a alcanzar al menos cierta uniformidad en cuanto a su conceptualización, pese a que en el Derecho positivo español no existen referencias expresas a esta categoría.

De esta forma, las condiciones objetivas de punibilidad son definidas como hechos futuros e inciertos, de carácter objetivo y por tanto independientes de la voluntad del sujeto, cuya concurrencia determina o no la imposición de la pena prevista por el delito. Siendo así, el sujeto no tiene control alguno en la producción de la condición, es decir, no puede influir en que ésta se dé o no. Al ser ajenas al injusto no desempeñan ninguna función estructural, por lo que al darse todos los elementos que fundamentan la prohibición existirá ya un injusto culpable, al margen de que la imposición de la pena esté supeditada a la concurrencia de la condición. Estamos, pues, frente a presupuestos *materiales* de la pena³⁷⁵. Sin embargo, como señala *LUZÓN PEÑA* algunos consideran

³⁷³ Cfr. *MAPELLI CAFFARENA*, Condiciones objetivas de punibilidad, 1990, 11; *MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ*, Las condiciones, 1989, 19; así tb., *ARROYO DE LAS HERAS*, Manual, 1985, 236; *ANTÓN ONECA*, DP, 1986, 262; *COBO DEL ROSAL/VIVES ANTÓN*, DP PG, 1999, 429.

³⁷⁴ Así, en la doctrina española, *JIMÉNEZ DE ASÚA*, Tratado, 1977, 47, propuso en un primer momento la inexistencia de condiciones objetivas de punibilidad; sin embargo, luego modificó esta postura hasta llegar a admitirlas, dejando a salvo su inconformidad respecto del establecimiento de este tipo de condiciones.

³⁷⁵ Sobre la noción de condición objetiva de punibilidad, *vid.* entre otros, von *LISZT*, Tratado, 1927, 457; *JIMÉNEZ DE ASÚA*, Tratado, t. VII, 1977, 15 ss; *ARROYO DE LAS HERAS*, Manual, 1985, 232 ss; *OCTAVIO DE TOLEDO Y UBIETO/HUERTA TOSILDO*, DP PG, 1986, 386 ss; *ANTÓN ONECA*, DP, 1986, 261 ss; *MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ*, Falsas condiciones objetivas, 1989, 481; *DPE PG*, 2007, 571; *SAINZ CANTERO*, Lecciones, 1989, 127 ss; *MAURACH/ZIPF*, DP PG 1, 1994, 372 ss; *FARALDO CABANA EPCr*, 1995, 119; Falsas condiciones objetivas, 2001, 1304; *GARCÍA PÉREZ*, La punibilidad, 1997, 33; *RUIZ RODRÍGUEZ*, Protección penal del mercado de valores, 1997, 357 ss; *ROXIN*, DP PG, 1997, 970 ss; *HIGUERA GUIMERÁ*, Las condiciones objetivas de punibilidad, 1999, 388, 389; *COBO DEL ROSAL/VIVES ANTÓN*, DP PG, 1999, 429 ss; *LUZÓN PEÑA*, en: Luzón Peña

que las condiciones objetivas de punibilidad “sí que pertenecen al *tipo amplio de delito o tipo (legal) de garantía*”, aunque a juicio de este autor este concepto no es nada aconsejable a efectos de claridad³⁷⁶.

7.5.2.1) Fundamento

En este apartado pretendemos exponer muy resumidamente el fundamento que subyace en las condiciones objetivas de punibilidad, es decir, por qué el legislador incorpora esta categoría en determinados tipos penales. En la doctrina española se esgrime que el fundamento de las condiciones objetivas de penalidad se basa en consideraciones *político-criminales* que en nada afectan el contenido de antijuridicidad del hecho y que no repercuten en la culpabilidad del sujeto³⁷⁷. Se trata, en este sentido, de un fundamento común con el de las causas personales de exclusión de la pena y de las condiciones de procedibilidad, aunque –como veremos– no deben confundirse entre sí.

En la doctrina alemana, el fundamento de esta categoría se explica desde el prisma del *merecimiento y necesidad de pena*. Así, se establece que una conducta en la que concurren los elementos esenciales del delito, es una conducta *merecedora de pena*, pero que al condicionar su castigo al cumplimiento de un requisito ulterior (la condición objetiva) el legislador decide limitar la *necesidad de pena*. Dicho de otro modo, la

(dir.), EPB, 2002, 1050 ss; CUELLO CONTRERAS, PG, 2002, 1169; JESCHECK/WEIGEND, Tratado (Trad. Olmedo Cardenete), 2002, 596 ss; MORENO-TORRES HERRERA, DP PG, 2004, 842; SUÁREZ-MIRA RODRÍGUEZ, Manual, 2004, 259, 260; MUÑOZ CONDE/GARCÍA ARÁN, DP PG, 2004, 405; LUZÓN CANOVAS, Abuso de información privilegiada, 2005, 6; QUINTANAR DÍEZ, CPC (88), 2006, 171; MENDES DE CARVALHO, Punibilidad, 2007, 61 ss; MUÑOZ CONDE, Teoría, 2007, 174; GÓMEZ INIESTA, Condiciones objetivas, 2008, 215 ss.

³⁷⁶ Cfr. LUZÓN PEÑA, en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 1051; así tb.; OCTAVIO DE TOLEDO Y UBIETO/HUERTA TOCILDO, DP PG, 1986, 386 ss. En contra, MIR PUIG, DP PG, 2004, 176, sostiene que las condiciones objetivas de punibilidad pertenecen al tipo penal porque condicionan su *objetiva relevancia penal*; en parecidos términos, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Condiciones objetivas, 1989, 566.

³⁷⁷ Así, OCTAVIO DE TOLEDO Y UBIETO/HUERTA TOCILDO, DP PG, 1986, 392; ARROYO ZAPATERO, Delitos contra la hacienda pública, 1987, 103; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Las condiciones, 1989, 46, 128; Falsas condiciones objetivas, 1989, 481, 485; DPE PG, 2007, 571; SAINZ CANTERO, Lecciones, 1989, 130; HIGUERA GUIMERÁ, Las condiciones objetivas de punibilidad, 1999, 387; COBO DEL ROSAL/VIVES ANTÓN, DP PG, 1999, 431; CUELLO CONTRERAS, PG, 2002, 1170; MORENO-TORRES HERRERA, DP PG, 2004, 843; SUÁREZ-MIRA RODRÍGUEZ, Manual, 2004, 260; MENDES DE CARVALHO, Punibilidad, 2007, 193 ss; GÓMEZ INIESTA, Condiciones objetivas, 2008, 215, 216. En contra, MAPELLI CAFFARENA, Condiciones objetivas de punibilidad, 1990, 36, niega que el recurso a las condiciones objetivas de punibilidad pueda justificarse en razones político-criminales, por lo que defiende su fundamento apoyándose en razones político-jurídicas; ANTÓN ONECA, DP, 1986, 262, habla de razones políticas o procesales.

exigencia de una condición objetiva de punibilidad expresa la *necesidad de pena*, requisito éste que debe añadirse al *merecimiento de pena* para que el hecho pueda ser castigado³⁷⁸. Desde esta perspectiva, pues, las condiciones propias se fundamentan en criterios de utilidad que no afectan al merecimiento, sino sólo a la necesidad político-criminal de pena, y su misión esencial es restringir la punibilidad.

7.5.2.2) Clases

Es generalmente aceptado que las condiciones objetivas de penalidad se clasifican en propias e impropias³⁷⁹. Las características expuestas anteriormente se corresponden con el contenido asignado a las denominadas “condiciones objetivas de punibilidad propias”; en cambio, las impropias se caracterizan porque –como apunta *LUZÓN PEÑA*– “sólo determinan la existencia de un tipo agravado, pero su ausencia no impide la subsistencia del tipo base”, v. gr., la aplicación del art. 166 CP cuando en las detenciones ilegales, el autor no da razón del paradero de la persona ilegalmente detenida. Además, desde una perspectiva sistemática, se alega que las condiciones objetivas de punibilidad impropias –a diferencia de las propias– son hechos que influyen en el injusto, aunque también se prefiere dejarlas sustraídas de la exigencia de dolo o imprudencia³⁸⁰. Es evidente, pues,

³⁷⁸ Cfr. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, *Las condiciones*, 1989, 47, 108; *Condiciones objetivas*, 1989, 566; MAPELLI CAFFARENA, *Condiciones objetivas de punibilidad*, 1990, 29 ss; BUSTOS RAMÍREZ, *Manual*, 1994, 394; JESCHECK/WEIGEND, *Tratado* (Trad. Olmedo Cardenete), 2002, 598; MIR PUIG, *DP PG*, 2004, 176; SUÁREZ-MIRA RODRÍGUEZ, *Manual*, 2004, 260; MENDES DE CARVALHO, *Punibilidad*, 2007, 198 ss; FERRÉ OLIVÉ, *RGDP*, 2008, 8, 13.

³⁷⁹ En contra de esta clasificación, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, *Las condiciones*, 1989, 40; quien no obstante admite que no se puede negar la existencia de una zona común entre las propias e impropias condiciones objetivas de penalidad, a pesar de las profundas diferencias que indudablemente prevalecen entre ellas; OCTAVIO DE TOLEDO Y UBIETO/HUERTA TOCILDO, *DP PG*, 1986, 392, expresan que las denominadas “impropias” no son condiciones objetivas de punibilidad, pues –a diferencia de éstas– de su concurrencia no depende la punibilidad, sino más bien la agravación del hecho; COBO DEL ROSAL/VIVES ANTÓN, *DP PG*, 1996, 395; *DP PG*, 1999, 427, reservan la denominación de condiciones objetivas de punibilidad para las propias, mientras que a las impropias les califican de “situaciones típicas anómalas”; MORENO-TORRES HERRERA, *DP PG*, 2004, 843; *El error*, 2004, 37-40, entiende que las mal llamadas “condiciones objetivas de punibilidad impropias” no tienen nada que ver con la esencia de las propias condiciones objetivas de penalidad que se caracterizan –a diferencia de las primeras– por restringir el ámbito de lo punible. A favor de esta división, CUELLO CONTRERAS, *PG*, 2002, 1170, 1171, entiende que las condiciones objetivas de punibilidad impropias (inauténticas) son verdaderas condiciones objetivas de punibilidad referidas a un delito de peligro. Por su parte, VALLS PRIETO, *El fraude de subvenciones*, 2005, 124, habla de condiciones objetivas expresas y tácitas.

³⁸⁰ Cfr. *LUZÓN PEÑA*, en: *Luzón Peña* (dir.), *EPB*, 2002, 1051; ARROYO ZAPATERO, *Delitos contra la hacienda pública*, 1987, 102 n. 25; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, *Las condiciones*, 1989, 121; *Falsas condiciones objetivas*, 1989, 481, 486; *DPE PG*, 2007, 571; GÓMEZ INIESTA, *La utilización abusiva de información privilegiada*, 1997, 379; SUÁREZ-MIRA RODRÍGUEZ, *Manual*, 2004, 260, 261; MORENO-TORRES HERRERA, *DP PG*, 2004, 844.

que la diferencia esencial entre ambas categorías es que las propias condiciones objetivas de punibilidad restringen el ámbito de lo punible, mientras que las impropias amplían la responsabilidad penal creando –en palabras de *JESCHECK/WEIGEND*– “causas encubiertas de agravación de la pena”³⁸¹.

7.5.2.3) Distinción con otras figuras

De las condiciones objetivas de punibilidad hay que distinguir las denominadas “condiciones objetivas de procedibilidad (o perseguibilidad)” que –a diferencia de las primeras– no condicionan la existencia de un delito, sino sólo su persecución penal, es decir, la apertura de un proceso judicial. Se trata, por tanto, de *obstáculos procesales* que condicionan la persecución penal³⁸², así por ejemplo, la exigencia de que en los delitos contra la propiedad industrial, el mercado o los consumidores, la denuncia debe ser presentada por la persona agraviada o sus representantes legales como condición para proceder judicialmente (art. 287.1 CP).

Por otro lado, debe tenerse en cuenta la distinción entre condiciones objetivas de punibilidad y excusas absolutorias. Así, mientras las primeras tienen una base objetiva que alcanza a todos los sujetos que intervienen en el hecho, las excusas absolutorias se caracterizan precisamente porque sólo se aplican en quienes concurren, es decir, se trata de circunstancias personales de exclusión de la punibilidad³⁸³.

³⁸¹ JESCHECK/WEIGEND, Tratado (Trad. Olmedo Cardenete), 2002, 599; así tb., SAINZ CANTERO, Lecciones, 1989, 128, 129; MIR PUIG, DP PG, 2004, 177; FERRÉ OLIVÉ, Punibilidad, 2008, 13; MENDES DE CARVALHO, Punibilidad, 2007, 116.

³⁸² Cfr. von LISZT, Tratado, 1927, t. II, 459; ANTÓN ONECA, DP, 1986, 263; SAINZ CANTERO, Lecciones, 1989, 128, 132; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Las condiciones, 1989, 94 ss; Falsas condiciones objetivas, 1989, 484; Condiciones objetivas, 1989, 566, 567; DPE PG, 2007, 572; MAPELLI CAFFARENA, Condiciones objetivas de punibilidad, 1990, 103 ss; MAURACH/ZIPF, DP PG 1, 1994, 374; DÍAZ ROCA, DP, 1996, 104; ROXIN, DP PG, 1997, 984; GARCÍA PÉREZ, La punibilidad, 1997, 59, 60; HIGUERA GUIMERÁ, Las condiciones objetivas de punibilidad, 1999, 389, 390; COBO DEL ROSAL/VIVES ANTÓN, DP PG, 1999, 431, 432; CUELLO CONTRERAS, PG, 2002, 1174; MIR PUIG, DP PG, 2004, 178; MUÑOZ CONDE/GARCÍA ARÁN, DP PG, 2004, 203, 405; LANDECHO VELASCO/MOLINA BLÁZQUEZ, DP PG, 2004, 421; MORENO-TORRES HERRERA, DP PG, 2004, 844; MUÑOZ CONDE, Teoría, 2007, 174; MENDES DE CARVALHO, Punibilidad, 2007, 227; FERRÉ OLIVÉ, RGD, 2008, 8, 15.

³⁸³ Vid. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Las condiciones, 1989, 91 ss; MAPELLI CAFFARENA, Condiciones objetivas de punibilidad, 1990, 158; GARCÍA PÉREZ, La punibilidad, 1997, 89; ROXIN, DP PG, 1997, 971; HIGUERA GUIMERÁ, Las condiciones objetivas de punibilidad, 1999, 389;

7.5.2.4) Efectos

Es generalmente admitido que la concurrencia de condiciones objetivas de punibilidad tiene importantes repercusiones prácticas en el ámbito del tipo subjetivo, el error, la consumación, el *iter criminis*, las formas de participación, la determinación del lugar y tiempo de comisión del delito y, finalmente, en materia de prescripción³⁸⁴. He aquí la importancia que –a nuestro juicio– justifica la exposición de dicha categoría dogmática y la determinación de si el beneficio-perjuicio superior a 600.000 euros constituye o no una condición objetiva de punibilidad o penalidad.

a) Ajeneidad al tipo subjetivo e irrelevancia del error. En cuanto al tipo subjetivo, ya se ha dicho que la principal repercusión es que las condiciones de punibilidad propias no tienen que ser abarcadas por el dolo del autor ni imputables a título de imprudencia, pues su ubicación sistemática está sustraída de la estructura del tipo de injusto. Este rasgo definitorio, conduce a que un sector doctrinal entienda que –para castigar por *insider trading*– es irrelevante que el sujeto haya querido o no la consecución de un beneficio-perjuicio superior a 600.000 euros, pues dicha cuantía tiene una base meramente objetiva. Consecuente con el planteamiento anterior, la doctrina mayoritaria, defiende la irrelevancia del error sobre la condición objetiva de punibilidad³⁸⁵. A la luz de estas consideraciones, tendría que admitirse la impunidad del iniciado que no logra obtener el beneficio típico pese a que su operación estaba proyectada en tal sentido y, por el contrario, castigar por *insider trading* aun cuando el sujeto haya proyectado unas ganancias de, por ejemplo 50.000 euros, pero que, por razones ajenas a su control, resultaron ser superiores a 600.000.

JESCHECK/WEIGEND, Tratado (Trad. Olmedo Cardenete), 2002, 598; MIR PUIG, DP PG, 2004, 176; MENDES DE CARVALHO, Punibilidad, 2007, 300; FERRÉ OLIVÉ, RGDP, 2008, 8, 13, 14.

³⁸⁴ Así, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Las condiciones, 1989, 119 ss.

³⁸⁵ Cfr. al respecto, von LISZT, Tratado, 1927, t. II, 457; ARROYO ZAPATERO, Delitos contra la hacienda pública, 1987, 104, 105; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 243; JESCHECK/WEIGEND, Tratado (Trad. Olmedo Cardenete), 2002, 602; FERRÉ OLIVÉ, RGDP, 2008, 12; GÓMEZ INIESTA, Condiciones objetivas, 2008, 218. En contra, BACIGALUPO, Apen, 1995, 890, quien al analizar el delito de defraudación tributaria, sostiene que la calificación del límite cuantitativo (15,000,000 ptas) como condición objetiva de punibilidad no debe excluir automáticamente la relevancia del error; así tb., MORENO-TORRES HERRERA, La punibilidad, 2004, 97.

b) *Consumación*. En el ámbito de la consumación se plantean fundamentalmente dos tesis. Por un lado, adoptando un concepto formal, la doctrina mayoritaria defiende que la consumación se presenta cuando se han realizado todos los elementos del tipo, con independencia de la concurrencia de la condición que sólo incidirá en la penalidad. Por el contrario, hay quienes sostienen que en los delitos con elementos condicionantes, la consumación está supeditada a la verificación de la condición objetiva de punibilidad³⁸⁶. La adopción de una u otra postura tendrá especiales consecuencias en materia de encubrimiento y en la determinación del lugar y el momento de comisión del delito (*tempus y locus delicti commissi*). Con relación a esto último, de admitirse la tesis que distingue entre consumación y cumplimiento de la condición, no habrá mayores problemas para defender que en los tipos con elementos condicionantes, el momento y lugar de comisión del delito estará determinado por el sitio y el instante en que se ejecuta el hecho³⁸⁷.

c) *Iter criminis*. Las condiciones objetivas de punibilidad plantean, así mismo, interesantes problemas en materia de *iter criminis* anterior a la consumación; sin embargo, en los distintos estudios de parte especial, principalmente en el ámbito del *insider trading*, el sector doctrinal que defiende la existencia de una condición objetiva de punibilidad niega –sin mayores explicaciones– la posibilidad de castigar la tentativa. Por esta razón conviene, a los efectos de fortalecer nuestro análisis, plantear las posiciones que se esgrimen, en el plano general, respecto del tratamiento de la tentativa en sus relaciones con las condiciones objetivas de penalidad. Así, por un lado es generalmente admitido que en delito condicionado no caben, por definición, formas imperfectas de ejecución³⁸⁸. Esta conclusión es obvia si se parte de la base de que si el

³⁸⁶ Cfr. MENDES DE CARVALHO, *Punibilidad*, 2007, 318. Por su parte, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, *Las condiciones*, 1989, 127, 128, se decanta por la primera tesis al estimar que se adecua mejor al concepto, fundamento y naturaleza de las genuinas condiciones objetivas de punibilidad y al propio concepto de consumación. Por tanto –a su juicio– consumación y cumplimiento de la condición son dos fenómenos que no tienen por qué coincidir; así tb., JIMÉNEZ DE ASÚA, *Tratado*, 1977, t. VII, 102; von LISZT, *Tratado*, 1927, t. II, 459.

³⁸⁷ Así, von LISZT, *Tratado*, 1927, t. II, 458, 459; JIMÉNEZ DE ASÚA, *Tratado*, 1977, t. VII, 102; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, *Las condiciones*, 1989, 128, 129; GARCÍA PÉREZ, *La punibilidad*, 1997, 90 ss; ROXIN, *DP PG*, 1997, 980; JESCHECK/WEIGEND, *Tratado* (Trad. Olmedo Cardenete), 2002, 602; MENDES DE CARVALHO, *Punibilidad*, 2007, 321, 339 ss.

³⁸⁸ En contra, MAPELLI CAFFARENA, *Condiciones objetivas de punibilidad*, 1990, 143, sostiene que no se puede generalizar en el tratamiento que merece la tentativa en los delitos condicionados, sino que debe analizarse cada caso en concreto a partir de la morfología del delito de que se trate; ARROYO ZAPATERO, *Delitos contra la hacienda pública*, 1987, 104, entiende que la posibilidad de admitir la

cumplimiento de la condición es indispensable para el castigo de la consumación, con mayor razón lo será para la punibilidad de la tentativa. Siguiendo esta línea, pues, se rechaza la incriminación de la *tentativa de realizar la condición objetiva*, entre otras cosas, porque el carácter objetivo de la condición no puede conciliarse con la parte subjetiva del tipo de la tentativa y la frustración³⁸⁹.

Por otro lado, un reducido sector doctrinal ha defendido la posibilidad de admitir la punibilidad de la tentativa en aquellos casos en los que la condición objetiva pueda verificarse con anterioridad a la realización de la conducta por parte del sujeto. En este sentido, *MARTÍNEZ-BUJÁN* entiende que al no limitarse las condiciones objetivas a hechos futuros e inciertos, caben perfectamente la tentativa y la frustración no sólo cuando la condición sea anterior al hecho, sino también cuando la estructura de los tipos permita que la condición pueda verificarse aun cuando la conducta típica no se hubiera perfeccionado. De esta manera, pues, el autor citado considera inviable el castigo de la tentativa cuando la condición objetiva sólo pueda ser cumplida después de la comisión del delito; sin embargo, defiende la viabilidad de las formas imperfectas de ejecución siempre que –a su juicio– se admita la existencia de condiciones objetivas de punibilidad anteriores a la ejecución del hecho³⁹⁰.

En definitiva, de lo anterior podemos deducir que en los delitos condicionados la doctrina supedita el castigo de la tentativa al orden cronológico en que se encuentre la condición respecto del hecho principal. Según esta fórmula, si la condición es posterior al hecho, las formas imperfectas de ejecución quedan excluidas en todo caso; en cambio,

tentativa en los delitos condicionados debe resolverse por vía de interpretación, respecto de cada figura delictiva en particular, atendiendo a la finalidad político-criminal a que la restricción de la punibilidad obedece; en el mismo sentido, *VALLS PRIETO*, *El fraude de subvenciones*, 2005, 125.

³⁸⁹ *Vid.* *MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ*, *Las condiciones*, 1989, 131; *MENDES DE CARVALHO*, *Punibilidad*, 2007, 325. En contra, *ARROYO ZAPATERO*, *Delitos contra la hacienda pública*, 1987, 104, 105, defendía el castigo de la tentativa en el delito de fraude de subvenciones (del art. 350 CP/1973) cuando el sujeto tuviera la finalidad de obtener fraudulentamente una subvención superior a dos millones y medio de pesetas, límite cuantitativo que –a juicio del autor– constituía una condición objetiva de penalidad relativa al *tipo de subvención y no a la cuantía del perjuicio* (cursiva en el texto original); tb. asume esta postura, *MAPELLI CAFFARENA*, *Condiciones objetivas de punibilidad*, 1990, 145, aunque advierte del exceso punitivo a que esta solución conduciría; *VALLS PRIETO*, *El fraude de subvenciones*, 2005, 126, afirma –respecto del fraude de subvenciones– que el concebir la cuantía como condición objetiva de punibilidad no impide apreciar la tentativa.

³⁹⁰ Cfr. *MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ*, *Las condiciones*, 1989, 133; así tb., von *LISZT*, *Tratado*, 1927, t. III, 9; *RODRÍGUEZ MOURULLO*, *Comentarios*, 1972, 144, sólo se limita a exponer este planteamiento.

si la condición precede al delito nada obsta a que se aprecien formas imperfectas de ejecución³⁹¹.

d) Participación. Otra importante repercusión práctica se presenta en el ámbito de las formas de participación en el delito. En tal sentido, se defiende que el castigo de la participación depende de la constatación de la condición objetiva de punibilidad; en consecuencia, no se trata de un problema de accesoriedad, sino del cumplimiento de una condición prevista en ley y que sugiere que, o se cumple la condición y se castiga a todos los intervinientes en el delito, o no se cumple y el hecho será impune para todos. Merece la pena destacar, sin embargo, que el tratamiento es diferente para el encubrimiento (excluido hoy en día de las formas de participación). Así, para quienes admiten que la consumación se presenta cuando se realizan todos los elementos del tipo, con independencia de la concurrencia de la condición objetiva, la colaboración prestada con posterioridad al hecho deberá ser punible sólo como encubrimiento³⁹².

e) Efectos procesales. En definitiva, hemos esbozado –desde un punto de vista sustantivo– lo que son las consecuencias del establecimiento de tipos con condiciones objetivas de punibilidad propias. En cambio, desde el punto de vista procesal, hay quienes atribuyen a esta categoría otras consecuencias, v. gr., la absolución y posterior archivo definitivo de las actuaciones (sin posibilidad de reabrir el proceso) si en el momento del juicio no concurría la condición objetiva de punibilidad³⁹³.

³⁹¹ Cfr. MENDES DE CARVALHO, Punibilidad, 2007, 327 ss; *vid.*, críticamente sobre el argumento cronológico, MAPELLI CAFFARENA, Condiciones objetivas de punibilidad, 1990, 147, 148.

³⁹² Cfr. von LISZT, Tratado, 1927, 459; JIMÉNEZ DE ASÚA, Tratado, 1977, t. VII, 102; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Las condiciones, 1989, 126, 128; MAPELLI CAFFARENA, Condiciones objetivas de punibilidad, 1990, 158; GARCÍA PÉREZ, La punibilidad, 1997, 90; CUELLO CONTRERAS, PG, 2002, 1171, 1172; JESCHECK/WEIGEND, Tratado (Trad. Olmedo Cardenete), 2002, 602; MENDES DE CARVALHO, Punibilidad, 2007, 299, 319.

³⁹³ *Vid.* CUELLO CONTRERAS, PG, 2002, 1172; JESCHECK/WEIGEND, Tratado (Trad. Olmedo Cardenete), 2002, 600.

7.5.3) *Excurso: consideraciones dogmáticas y político-criminales sobre la introducción de límites cuantitativos en los delitos económicos*

Aunque –como afirma *ARROYO*– el sistema de cuantía mínima, adoptado por el legislador español en el Derecho penal económico, tiene su origen en el sistema de cuantías tradicional de los delitos patrimoniales, lo cierto es que en éstos el límite cuantitativo ha tenido normalmente la finalidad de distinguir los diversos grados de penalidad (v. gr., delito o falta, tipos de pena aplicable); en cambio, las cuantías establecidas en distintos delitos económicos están orientadas –según los casos– a restringir la punibilidad y/o delimitar la frontera entre sanciones penales y administrativas³⁹⁴.

La adopción de este sistema de cuantías en los delitos económicos ha sido objeto de un amplio debate científico e incluso se ha calificado de “discutible” y “antigua”, sugiriéndose por esa razón su total abandono. Además, el recurso a esta técnica tiene el inconveniente de que cada cierto tiempo hay que revisar las cuantías en función de las variaciones que se producen en el ámbito económico, afirmación ésta que encuentra su aval en la reforma al CP introducida por la LO 15/2003, la cual –además de sustituir las pesetas por euros– incrementó la cuantía requerida en ciertos tipos penales, v. gr., el art. 285 CP que pasó de requerir un monto superior a 75.000.000 de pesetas a uno superior a 600.000 euros (equivalentes a 100 millones de pesetas) en concepto de beneficio obtenido o perjuicio causado³⁹⁵.

³⁹⁴ Así, en el ámbito específico del *insider trading*, GONZÁLEZ RUS, en: Cobo del Rosal (dir.), Curso, 1996, 820; Compendio, 2000, 517; DPE PE, 2005, 604; LANDECHO VELASCO/MOLINA BLÁZQUEZ, DP PE, 1996, 261; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1997, 242, 243; GÓMEZ PAVÓN, ICADE (42), 1997, 252; FERNÁNDEZ OUBIÑA, El abuso de información privilegiada, 1998, 7; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 525; REYNA ALFARO, Protección penal del mercado de valores, 2001, 57; GIMBERNAT, El “caso Alierta”, en: El Mundo (Opinión), 18 diciembre de 2002; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 190, 202; BAUCCELLS LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), Comentarios, 2004, 1058, 1059; QUINTANAR DÍEZ, CPC (88), 2006, 170, 173; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE PG, 2007, 262-264; JAÉN VALLEJO, CPC (97), 2009, 114. En el plano general, ARROYO ZAPATERO, Delitos contra la hacienda pública, 1987, 101; TERRADILLOS BASOCO, Derecho penal de la empresa, 1995, 223; GÓMEZ RIVERO, El fraude de subvenciones, 1996, 179; GALLEGO SOLER, Responsabilidad penal, 2002, 321; GÓMEZ INIESTA, Condiciones objetivas, 2008, 216, 217.

³⁹⁵ Sobre el problema de la retroactividad de tipos penales con cuantías superiores a las inicialmente previstas, *vid.*, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE PG, 2007, 264.

Ahora bien, el núcleo de la discusión en esta materia gira –según hemos constatado– en torno a la naturaleza dogmática de los límites cuantitativos, encontrándose en la literatura penal dos posiciones encontradas e identificadas por *MARTÍNEZ-BUJÁN* como “tesis del tipo de injusto” y “tesis de la condición objetiva de punibilidad”, las cuales se refieren respectivamente a que el límite cuantitativo supone o bien un resultado material (elemento del tipo) o una condición objetiva de punibilidad propia, con las consecuencias prácticas que se derivan de cada categoría³⁹⁶.

7.5.3.1) Argumentos a favor y en contra del recurso al sistema de cuantías

Es preciso mencionar, no obstante, que pese a los problemas que se generan con la introducción de límites cuantitativos en los tipos, hay quienes defienden el recurso a esta técnica, por considerar que delimita convenientemente las infracciones penales de las administrativas, pone de relieve el contenido de lesividad que debe alcanzar determinada conducta y, sobre todo, argumentan que se trata de una técnica respetuosa del principio de intervención mínima, el carácter fragmentario del Derecho penal y el principio de insignificancia³⁹⁷. Siguiendo esta línea, *ARROYO* entiende que la introducción de cuantías de dinero es una técnica legítima e indicada en un sistema de despenalización construido mediante condiciones objetivas de penalidad, pues los ordenamientos que evaden esta técnica se ven obligados a “despenalizar” mediante procedimientos más subjetivos³⁹⁸.

Por el contrario, algún autor –como *SILVA*– niega que la distinción entre sanciones penales y administrativas pueda alcanzarse satisfactoriamente a través de la clásica

³⁹⁶ Cfr. *MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ*, DPE PG, 2007, 265.

³⁹⁷ En el ámbito concreto del delito de iniciados, *GÓMEZ INIESTA*, Condiciones objetivas, 2008, 215, 216, 218; La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 382, 428, 429, defiende esta técnica por entender que se trata de un criterio político-criminal que se adecua al contenido del bien jurídico y su carácter supraindividual, a las relaciones entre Derecho penal y Derecho administrativo sancionador, al principio de unidad del ordenamiento jurídico y al principio de insignificancia; en parecidos términos, *VALLE MUÑIZ*, en: *Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.)*, Comentarios, 2005, 681, se muestra a favor del establecimiento de un límite cuantitativo que sirva para medir el grado de ofensividad de las operaciones de iniciados; *ARROYO ZAPATERO*, Delitos contra la hacienda pública, 1987, 103, con relación a la cuantía establecida para el fraude de subvenciones del anterior CP/1973.

³⁹⁸ Cfr. *ARROYO ZAPATERO*, El abuso de información privilegiada, 1995, 58; El abuso de información privilegiada, 1994, 71.

teoría ética que atribuye al ilícito penal un carácter de lesión *éticamente reprochable* de un bien jurídico, mientras que al ilícito administrativo lo define como un acto de desobediencia *ético-valorativamente* neutro. De igual forma, el citado penalista califica de “incompleto” el sistema de cuantías como criterio para alcanzar tal distinción, por lo que el camino correcto para dicho fin es –a su juicio– el establecimiento de criterios *cualitativos*, sugiriendo, en virtud de esta premisa, la adopción del criterio teleológico, esto es, la finalidad que persigue el Derecho penal y el administrativo sancionador. En este sentido, sostiene que mientras el Derecho penal persigue la protección de bienes jurídicos específicos frente a ataques concretos, y para ello sigue criterios de lesividad y peligrosidad concreta, la finalidad del Derecho administrativo sancionador es ordenar sectores de actividad, imponiendo sanciones para reforzar la gestión sectorial, por lo que no requiere criterios de lesividad o peligrosidad concreta, ni ser tan estricto en el ámbito de la imputación ni el de la persecución³⁹⁹.

7.5.3.2) Naturaleza dogmática de los límites cuantitativos

Pues bien, después de este paréntesis sobre la idoneidad o no del establecimiento de límites cuantitativos en los delitos económicos, continuaremos con la exposición a cerca de la naturaleza dogmática de tales cuantías de dinero y, en consecuencia, de los efectos prácticos que producen. Sobre este aspecto se ha pronunciado *MARTÍNEZ-BUJÁN* alegando que “no hay duda de que tales límites cuantitativos deben ser calificados como elementos del tipo”; en favor de esta tesis argumenta que su clasificación como condiciones objetivas conduce a “consecuencias insatisfactorias” que se proyectan esencialmente sobre el tipo subjetivo y el tratamiento del error, el *iter criminis* y la participación⁴⁰⁰. Sobre las consecuencias prácticas de las condiciones objetivas ya nos

³⁹⁹ Vid. ampliamente, SILVA SÁNCHEZ, La expansión del Derecho penal, 2001, 125 ss; asume esta postura, ÍÑIGO CORROZA, Uso de información privilegiada, 2003, 285 n. 8, 287, 302; en parecidos términos, TORÍO LÓPEZ, Injusto penal e injusto administrativo, 1991, 2529, 2536; GALLEGO SOLER, Responsabilidad penal, 2002, 321, sostiene así mismo que la delimitación entre injusto penal y administrativo no debe tener una base cuantitativa sino cualitativa, “siendo más acorde con la función motivadora de la norma penal”. En este sentido, en el ámbito de los delitos contra la hacienda pública, sugiere el establecimiento del monto del fraude en un *porcentaje* de la deuda tributaria, pues aunque con esta propuesta también se recurre a una cuantía, lo cierto es que la viabilidad de la misma radica –a su juicio– en que integra los principios de insignificancia y proporcionalidad.

⁴⁰⁰ MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE PG, 2007, 265, 573, 575; así tb., a favor de los límites cuantitativos como elementos típicos, GALLEGO SOLER, Responsabilidad penal, 2002, 322.

hemos pronunciado, pero conviene dedicar aquí unas líneas a la discusión que se ha producido en torno a la (ir) relevancia del error en el ámbito de las condiciones objetivas de punibilidad, ya que es precisamente en este punto donde se ha intentado relativizar las “conclusiones político-criminalmente insatisfactorias” que se derivan de esta categoría.

a) La pretendida relevancia del error sobre la punibilidad como criterio relativizador de los efectos derivados de las condiciones objetivas

Como se ha visto, la doctrina dominante defiende la irrelevancia del error frente a las condiciones objetivas de punibilidad, lo que resulta consecuente si se pregona la exclusión de dicha categoría del tipo de injusto y de la culpabilidad. Sin embargo, en la doctrina española algún autor ha dirigido sus esfuerzos a demostrar que la existencia de una condición objetiva de penalidad no excluye automáticamente la relevancia del error. En este sentido, *BACIGALUPO* señala que el problema práctico que representa las condiciones objetivas se reduce a las consecuencias en materia de error, por lo que, para salvar este inconveniente propone dotar de relevancia al error (inevitable) sobre la desaprobación jurídico penal. De admitirse esta postura cabría –a su juicio– la aplicación analógica *in bonam partem* del art. 6 bis a), párrafo tercero del CP/1974 (hoy art. 14,3 CP/1995 relativo al error de prohibición)⁴⁰¹.

Frente a esta propuesta, *MARTÍNEZ-BUJÁN* ha criticado con razón que en su configuración se mezclan dos cuestiones muy distintas. En efecto –sostiene dicho autor– una cosa es el mal llamado error sobre la punibilidad (que no es más que el error sobre la prohibición penal), en virtud del cual el sujeto desconoce que su conducta está

⁴⁰¹ BACIGALUPO, Delito y punibilidad, 1983, 159; APen, 1995, 890; Principios, 1994, 178, 181; Principios, 1998, 308, sostiene que “el autor debe haber podido conocer la punibilidad y el error sobre ésta no sólo atenúa la gravedad de la culpabilidad sino que –cuando es inevitable- la excluye”. La consecuencia práctica de esta formulación es, evidentemente, que el error sobre cualquier circunstancia que excluya la punibilidad, v. gr., las condiciones objetivas de punibilidad, deberá recibir el mismo tratamiento que el error sobre la prohibición penal del hecho, esto es, que el error inevitable sobre la punibilidad *excluye* la culpabilidad; en cambio, el error evitable sobre la punibilidad sólo produce una disminución de la culpabilidad pero no la excluye; asume esta postura, MORENO-TORRES HERRERA, La punibilidad, 2004, 97, 101, 102, 103.

penalmente prohibida, aunque reconoce en todo caso que es ilícita; y otra cosa distinta es el “error sobre la punibilidad **propia**mente dicha”, que es aquél que recae sobre la punibilidad como categoría residual, situada al margen del injusto y de la culpabilidad⁴⁰². Previa distinción de ambos conceptos, este autor centra su análisis en el delito de defraudación tributaria al que hacía referencia *BACIGALUPO* cuando aplicó su original propuesta. En tal sentido, pues, plantea que una cosa es que el infractor de las normas tributarias desconozca que su conducta es delictiva, precisamente por no conocer el límite cuantitativo que separa la infracción penal de la administrativa, pero otra cosa muy distinta es que el sujeto, que conoce perfectamente la norma penal y que sabe que el límite se fija en una determinada cifra, crea erróneamente que con su conducta defraudatoria no superará ese límite cuantitativo. En el primer caso, estaríamos frente a un error de prohibición que incide en la culpabilidad, mientras que en el segundo habría un error sobre una condición objetiva que carece de toda relevancia dado que el elemento condicionante no pertenece al injusto y, en consecuencia, es indiferente que el dolo o la imprudencia vayan referido a éste⁴⁰³.

Con todo y pese a que los argumentos antes expuestos son –a nuestro juicio– hartamente convincentes, lo cierto es que no deja de tener razón *BACIGALUPO* cuando advierte que las teorías del tipo de injusto versan más sobre decisiones pragmáticas que dogmáticas⁴⁰⁴. En efecto, quienes como *MARTÍNEZ-BUJÁN* defienden que las cuantías deben considerarse elementos del tipo, alegan fundamentalmente razones prácticas, atendiendo a las restricciones que supone la calificación del límite cuantitativo como condición objetiva, prueba de ello, es que el citado autor sugiere que sólo tendría sentido defender

⁴⁰² Así tb., LUZÓN PEÑA, Curso, 1997, 462, 463, realiza esta distinción y, aunque admite que la irrelevancia del error sobre la prohibición penal es discutible, defiende que en estos casos parece razonable apreciar una *disminución de la culpabilidad* y por tanto una *atenuante analógica en el error sobre la prohibición penal*. En cambio, resta toda relevancia al error sobre la *punibilidad* como categoría residual (cursiva en el texto original).

⁴⁰³ MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE PG, 2007, 574 ss. A propósito de esta crítica, es preciso recordar que en la formulación de *BACIGALUPO* (Delito y punibilidad, 1983, 171; Principios, 1998, 308) se advierte que “la posibilidad de conocer la punibilidad es tener la posibilidad de conocer que el hecho es punible, pero *no significa* que se requieran también el *conocimiento de la gravedad de la amenaza*”. En consecuencia, el citado autor sostiene que el error sobre la cuantía de la pena no es relevante, pues lo que el sujeto debía haber podido conocer es la desaprobación jurídico-penal y ésta depende de la punibilidad, no de la gravedad de la pena.

⁴⁰⁴ *BACIGALUPO*, APen, 1995, 890, en relación con la cuantía del delito fiscal del CP/1973.

la existencia de una condición objetiva si las consecuencias a las que se llegara fueran menos insatisfactorias que las que se deriven de la teoría del tipo de injusto⁴⁰⁵.

Hay que reconocer, sin embargo, que *MARTÍNEZ-BUJÁN* alega, en defensa de su tesis, que dichos límites son ajenos a la naturaleza dogmática de las condiciones objetivas de punibilidad **propias**, ya que en la labor de interpretación de cada tipo en concreto debe partirse de la base de que todos los elementos que el legislador utiliza en la configuración de un delito se hayan vinculados a la exigencia de imputación subjetiva y que, por esa razón, la desconexión entre ésta y un elemento de la descripción legal es una “conclusión excepcional, que debe ser deducida inequívocamente mediante una exégesis de la tipicidad respectiva, demostrativa de que ese es el sentido de la ley”. Y, para llevar a cabo tal labor exegética, este autor sugiere recurrir a las reglas de interpretación de las normas penales, la interpretación gramatical de los términos típicos o el recurso a criterios lógico-sistemáticos y teleológico-valorativos, que son –a su juicio– los que pueden asegurar una correcta interpretación del elemento en cuestión. Por último, propone que en dicha labor debe tomarse en consideración los intereses político-criminales que confluyan⁴⁰⁶.

En definitiva, para el citado autor la calificación de la cuantía como condición objetiva de punibilidad **propia** procede siempre que, luego de un riguroso análisis de dicho

⁴⁰⁵ Así, contra la tesis del tipo de injusto se critica que al ser necesario que el dolo abarque el conocimiento de todos los elementos del tipo, el delito de que se trate no podría ser aplicado cuando el autor no conocía dicho límite, produciéndose por tanto, una laguna de punibilidad. En este sentido, BERDUGO GÓMEZ DE LA TORRE/FERRÉ OLIVÉ, *Fraude tributario*, 1994, 71, 73, en alusión al límite cuantitativo del delito de defraudación tributaria; QUINTANAR DÍEZ, *CPC* (88), 2006, 173, califica de “indemostrable” el conocimiento y la voluntad del iniciado dirigida a obtener un beneficio o causar un perjuicio de semejante cuantía; GÓMEZ INIESTA, *La utilización abusiva de información privilegiada*, 1997, 431, señala que si se mantiene que la cuantía es un elemento del tipo se podría afirmar que como el sujeto no conoce la cifra exacta del beneficio obtenido hasta el momento en que se liquida la operación, entonces no podrá decidirse por delinquir o no delinquir hasta que no conozca esa cifra; plantea tb. esta crítica, aunque no la asume expresamente, RODRÍGUEZ MOURULLO, *Anales*, 2007, 607. En contra de este argumento, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, *DPE PG*, 2007, 576, alega que defender la cuantía como elemento del tipo no supone que el dolo del autor tenga que abarcar con exactitud la cifra prescrita, lo que a su juicio sería absurdo, pues lo que el dolo del autor debe conocer con exactitud es, respecto del delito de defraudación tributaria, que oculta o falsifica unos presupuestos del hecho imponible, sabedor de que con esa conducta provocará un perjuicio patrimonial para Hacienda. Además, el autor subraya que debe tenerse en cuenta que en todas las figuras que incluyen límites cuantitativos basta el dolo eventual, lo cual evita lagunas de punibilidad al otorgar relevancia al error sobre los límites cuantitativos. La consecuencia que se deriva de esta postura es que la ausencia de dolo eventual respecto de la cuantía y, consecuentemente, la existencia de un error sobre la misma, trae como consecuencia la impunidad, dejando a salvo, no obstante, la sanción administrativa correspondiente.

⁴⁰⁶ *Vid.* MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, *DPE PG*, 2007, 577 ss.

elemento, se llegue a la conclusión de que el mismo no tiene por qué ser abarcado por el dolo del sujeto o, dicho de otra forma, en los casos en que el legislador no ofrece claves inequívocas sobre la naturaleza de un límite cuantitativo debe prevalecer la *presunción* de imputación subjetiva, esto es, que dicho elemento debe ser abarcado por el dolo del agente y que, en consecuencia, se erige como un elemento del tipo⁴⁰⁷.

Pese a lo sugestivo del planteamiento anterior, consideramos que aun tomando como referencia el análisis que previamente hemos hecho sobre el concepto, naturaleza y efectos de las condiciones objetivas, no parece del todo discutible que los límites cuantitativos requeridos en algunos delitos económicos puedan pertenecer a esta categoría, por lo que, a nuestro juicio, la decisión final dependerá en todo caso de la interpretación teleológica que de *lege lata* se haga de cada tipo en particular, aunque de *lege ferenda* parece más razonable eliminar el sistema de cuantías⁴⁰⁸.

⁴⁰⁷ MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE PG, 2007, 578, 586; asume esta postura, GÓMEZ RIVERO, El fraude de subvenciones, 1996, 178, quien alega que en caso de duda sobre la naturaleza de un límite cuantitativo habrá que manejar un criterio restrictivo, en el sentido de afirmar –sobre la base del principio de culpabilidad- que todos los elementos del tipo deben ser abarcados por el dolo del sujeto, o al menos, por su conducta imprudente. En tal sentido, pues, la calificación de la cuantía como condición objetiva de penalidad tendrá –a juicio de la autora- un carácter excepcional.

⁴⁰⁸ Así lo propuso TIEDEMANN, Lecciones, 1993, 108, en relación con el tipo de defraudación tributaria del CP/1973 que exigía que la cuantía de la defraudación fuera superior a 5,000,000 de pesetas; FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 120, ya había advertido que lo elevado de la cuantía contribuiría a la escasa aplicación del precepto; SUÁREZ GONZÁLEZ, Compendio, 1998, 553; considera que la constatación *ex post* de la cuantía del beneficio-perjuicio convertirá el precepto en inaplicable; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 372, 373, sugiere la supresión de la cuantía por entender que el déficit de aplicación del art. 285 CP se debe precisamente a que las operaciones de iniciados sólo excepcionalmente producirán un beneficio superior a 600,000 euros. En tal sentido, señala que los estudios empíricos revelan que el porcentaje de plusvalía que suele alcanzar un iniciado ronda el 5% más que la obtenida por un inversor medio. A nivel legislativo, LÓPEZ GARRIDO/GARCÍA ARÁN, La voluntad del legislador, 1996, 144, en su calidad de diputado propuso que el beneficio en cuantía superior a 75, 000,000 de pesetas, supusiera una agravante; siguiendo esta línea, la enmienda núm. 759 del Grupo federal IU-IC, planteaba la modificación del art. 281 PCP/1994, motivada en que “el beneficio de setenta y cinco millones no debe condicionar la pena, sino agravarla”. De esta forma, en la enmienda núm. 760 se propuso la creación de un subtipo agravado cuando los beneficios obtenidos o los perjuicios causados fueren superiores a 75, 000,000 de pesetas, elevando en tal caso la pena de prisión de cuatro a ocho años y multa del tanto al triple del beneficio obtenido o favorecido (cfr. al respecto, Boletín Oficial de las Cortes Generales, Congreso de los Diputados, V legislatura, serie A, núm. 77-6, págs. 296, 297). En contra, REYNA ALFARO, Protección penal del mercado de valores, 2001, 57, califica como un error del legislador peruano el haber eliminado toda referencia a un límite cuantitativo, lo que a su juicio permitiría distinguir el ilícito administrativo del delito, además de respetar el principio del *non bis in idem*.

b) Las penas de multa y las agravantes específicas como criterio de delimitación

Además de los argumentos expuestos en favor de los límites cuantitativos como elementos típicos, se suma otro derivado de las consecuencias jurídicas de carácter pecuniario establecidas en ciertos delitos económicos, v. gr., el art. 285.1 CP prescribe, además de la pena de prisión de 1 a 4 años, una pena de multa del tanto al triplo del beneficio obtenido o favorecido. En este sentido, tomando como referencia el delito de defraudación tributaria del CP 1944/1973, *GRACIA* tras afirmar que la magnitud de lo injusto es proporcional a la cuantía de la defraudación, defendía que la pena de multa se configura como una pena de cuantía proporcional a la suma defraudada y que, en consecuencia, si la pena ha de ser proporcionada a la gravedad del hecho, resulta obligado concluir que la cuantía es una característica del resultado típico⁴⁰⁹. Siguiendo esta propuesta de interpretación, en alusión de los arts. 305 y 306 CP/1995, *MARTÍNEZ-BUJÁN* sostiene que la introducción de una agravante específica consistente en “la especial trascendencia y gravedad de la defraudación atendiendo al importe de lo defraudado” confirma la idea de que la suma defraudada afecta ineludiblemente al injusto, pues –siguiendo a *VALLE MUÑIZ*– señala que el establecimiento de un tipo cualificado que permite imponer una pena superior a la del tipo básico sólo puede derivarse de una mayor gravedad del injusto o la culpabilidad⁴¹⁰.

Pues bien, llegados a este punto, lo que procede es analizar si los argumentos a favor de la cuantía como elemento del tipo de defraudación tributaria, son aplicables *mutatis mutandis* al tipo penal objeto de nuestra investigación⁴¹¹.

⁴⁰⁹ Cfr. *GRACIA MARTÍN*, REDF, 1988, 284.

⁴¹⁰ Cfr. *MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ*, DPE PG, 2007, 579; en parecidos términos, *TERRADILLOS BASOCO*, Empresa y Derecho Penal, 2001, 240; Protección penal del mercado financiero, 1998, 178, en relación con la agravante del art. 285.2, 2º (obtención de un beneficio de notoria importancia), considera que si la importancia del beneficio económico agrava la conducta es porque existe un mayor desvalor del resultado, que ha de ser abarcado por el dolo del sujeto activo y, en consecuencia, el error sobre la cuantía debe ser considerado error de tipo.

⁴¹¹ A favor de la aplicación de dichos criterios a la cuantía del art. 285.1 CP, *MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ*, DPE PG, 2007, 581, quien pone énfasis en el argumento de que, por un lado, la pena de multa se configura como proporcional al beneficio obtenido o favorecido y, por otro, que de las tres circunstancias agravantes del tipo cualificado (art. 285.2 CP), dos de ellas se fundamentan en un incremento del desvalor del resultado, esto es, la obtención de un beneficio de notoria importancia (art. 285.2, 2ª CP) y la causación de un daño grave a los intereses generales (art. 285.2, 3ª CP).

7.5.4) *Toma de posición: la cuantía del beneficio-perjuicio como resultado típico y no como condición objetiva de punibilidad*

A nuestro juicio, la cuantía del beneficio-perjuicio constituye un resultado típico, pues, en primer lugar y ante todo, no es un hecho absolutamente incierto y absolutamente independiente de la acción del autor, su causalidad y por tanto también independiente de su voluntad, sino que esa elevada cuantía de beneficio o perjuicio es perfectamente previsible y calculable con la revelación de información privilegiada del iniciado y las circunstancias del mercado en que la realiza, es decir, que se trata de un resultado vinculado en relación causal (y de imputación objetiva) a la conducta típica y sus circunstancias y perfectamente susceptible de ser abarcado por el dolo, directo o eventual, como también sería perfectamente susceptible de imputarse a una imprudencia del *insider*, si se tipificara la comisión imprudente. Y en segundo lugar es el resultado típico, es decir un elemento objetivo del tipo de injusto, porque defender lo contrario, esto es, que la cuantía de los 600.000 euros es una condición objetiva de punibilidad conduciría a resultados insatisfactorios desde el prisma del principio de responsabilidad subjetiva. En este sentido, pues, son imaginables los casos en los que el iniciado pese a creer que la operación con información privilegiada le generaría ganancias muy inferiores a los 600.000 euros –por variaciones bruscas de las cotizaciones– su operación le procure un beneficio de, por ejemplo, 700.000 euros; y sería absolutamente injusto y desproporcionado con el escaso desvalor de acción de la conducta del sujeto, que se representaba la cuantía escasa constitutiva de un ilícito poco grave, administrativo pero desde luego no ilícito criminal, que pese a ello se quisiera castigar por delito doloso de uso criminal de información privilegiada. ☹ O es también imaginable. O es también imaginable el supuesto contrario, cuando el iniciado quiere obtener ganancias superiores a 600.000 euros y, sin embargo, no logra su cometido por razones ajenas a su control (v. gr., fluctuaciones imprevisibles del mercado). En el primer caso, tendríamos que el sujeto respondería por *insider trading* a pesar de que su dolo no abarcaba el límite cuantitativo efectivamente alcanzado, mientras que en la segunda variante, el sujeto quedaría impune pese a que su dolo estaba dirigido a alcanzar o superar los 600.000 euros. De esta forma, pues, se llegaría a una solución materialmente injusta y se infringiría el principio de responsabilidad subjetiva, que exige que las conductas delictivas se realicen con dolo o, como mínimo, con imprudencia.

Sumado a lo anterior, consideramos que otro argumento determinante para admitir que la cuantía del beneficio-perjuicio constituye un resultado típico descansa –por un lado– en el establecimiento de la pena de multa del tanto al triplo del beneficio obtenido o favorecido (no se alude el perjuicio causado) y, –por otro– en la existencia de una agravante específica consistente en la obtención de un beneficio de “notoria importancia” (art. 285.2,2ª CP) o la causación de un “grave daño” a los intereses generales (art. 285.2,3ª CP). Con relación a la primera cuestión, debemos admitir que el establecimiento de una pena de multa proporcional al beneficio obtenido o favorecido refleja la necesaria conexión causal entre el beneficio y la conducta del agente; de esta forma, pues, se refleja la gravedad intrínseca del hecho precisamente por el grado de desvalor del resultado y, en consecuencia, si el principio de proporcionalidad sugiere que la gravedad de la pena ha de ser proporcional a la gravedad del injusto, entonces lo procedente es –a nuestro juicio– admitir que la cuantía del beneficio es un elemento del tipo que tiene que ser abarcado por el desvalor subjetivo de la acción.

En cuanto al establecimiento de la agravante específica del art. 285.2 CP hay que decir que, en este caso, el legislador ha **incrementado** el desvalor del resultado, pues no cabe duda que la obtención de un beneficio de notoria importancia o el perjuicio a los intereses generales intensifican o extienden el daño que las operaciones de iniciados pueden ocasionar en el mercado bursátil. En este sentido, la agravante no sólo funciona como un criterio de medición de la pena, sino que implica un aumento del grado de injusto, en nuestro caso por el mayor desvalor del resultado.

Por estas razones, lo correcto es defender que la cuantía del beneficio-perjuicio constituye resultado típico, que de ha de ser abarcado por el dolo del sujeto activo y que, por tanto, el error sobre dicho elemento debe recibir el tratamiento del error de tipo. Esta postura es compatible con la admisibilidad del dolo eventual y la punibilidad de las formas imperfectas de ejecución.

La postura de quienes defienden que la cuantía del beneficio-perjuicio constituye una condición objetiva de punibilidad y, pese a ello, sostienen que estamos frente a un delito de resultado, intenta destacar que en el delito de iniciados el sujeto activo realiza operaciones con la intención (dolo) de obtener un beneficio o de causar un perjuicio, pero que cuando dicho beneficio-perjuicio no alcanza los 600.000 euros, la conducta no

es punible, precisamente porque dicha cuantía se erige como condición objetiva de punibilidad y, en consecuencia, no cabe la tentativa⁴¹². A esta postura podría objetarse que el tipo del art. 285 CP no contiene ningún especial elemento subjetivo que avale la necesidad de que el iniciado actúe con una determinada finalidad, aunque ciertamente es difícil imaginar una operación con información privilegiada en la que no haya un interés económico.

Por último, debemos admitir que la aplicación de una interpretación histórica del precepto aquí analizado podría ser tomada en consideración para disipar las dudas en torno a la naturaleza dogmática del beneficio-perjuicio, ya que –como hemos mencionado– el legislador de 1992 sancionaba a quien “usare y obtuviere como resultado”, mientras que en el debate parlamentario del art. 285 CP se defendió, por un lado, que la cuantía del beneficio se utilizara para articular una agravante específica y, por otro, se defendía que al límite cuantitativo debía servir para distinguir la infracción penal de la administrativa. En ambos casos podría parecer que el legislador optó por el establecimiento de una condición objetiva de punibilidad; sin embargo, es preciso tener en cuenta que –como señala *LUZÓN PEÑA*– la interpretación histórica no tiene generalmente carácter decisivo, pues sobre ella prima la interpretación teleológica de la norma en el momento actual⁴¹³. Así pues, aun admitiendo que la interpretación histórica puede servir refuerzo a otros criterios, y que en algunos casos puede ser determinante para la comprensión de determinados preceptos cuyo significado resulta dudoso o contradictorio, lo cierto es que la interpretación histórica del delito de iniciados en el CP español no es determinante para afirmar la existencia de una condición objetiva de punibilidad, pues la interpretación teleológica del tipo nos conduce a defender que la cuantía del beneficio-perjuicio constituye un resultado típico que debe ser abarcado por el dolo del sujeto, siendo admisible el dolo eventual.

⁴¹² En este sentido, MESTRE DELGADO, DP PE, 2001, 360; DP PE, 2008, 374; RUIZ RODRÍGUEZ, en: Arroyo Zapatero/Ferré Olivé/García Rivas (dirs.), Comentarios, 2007, 634; así tb., respecto del fraude de subvenciones del antiguo art. 350 CP/1974, Arroyo Zapatero, 1987, 100, 101; por su parte, de una forma un tanto confusa, BAUCCELLS LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), Comentarios, 2004, 1058, sostiene que la cuantía del beneficio-perjuicio constituye una condición objetiva de punibilidad que no debe ser abarcada por el dolo del sujeto y; si embargo, afirma que el *insider trading* es un delito de resultado, donde la conducta se consuma al momento de materializarse el beneficio-perjuicio, por lo que son posibles las formas imperfectas de ejecución. En este sentido, afirma que habrá tentativa, por ejemplo, cuando conforme a lo que permitía prever la información privilegiada, sube el valor de las cotizaciones, pero no se llega a materializa el beneficio.

⁴¹³ Cfr. *LUZÓN PEÑA*, Curso, 1997, 166, 167.

7.6) La determinación del beneficio-perjuicio superior a 600.000 euros en las operaciones con información privilegiada

Toda vez que hemos tomado posición acerca de la categoría dogmática a que pertenece la cuantía del beneficio-perjuicio superior a 600.000 euros, procederemos al análisis de los criterios pergeñados por la doctrina en relación con la mensura del beneficio y la determinación del perjuicio que –como hemos expuesto– para algunos autores es inexistente. Las consideraciones que a continuación se exponen no son en absoluto baladí si tomamos en cuenta que, entre otras consecuencias, la determinación de la cuantía exacta del *beneficio* es obligatoria a los efectos de imponer la pena de multa recogida en el art. 285 CP⁴¹⁴ ⁴¹⁵, mientras que el *quantum* del perjuicio tiene especial relevancia por los efectos que produce en materia de responsabilidad civil *ex delicto*⁴¹⁶.

7.6.1) La cuantía del beneficio

No es tarea sencilla determinar con exactitud la cuantía del beneficio obtenido por el iniciado, ya que –como afirma OLIVER– el fraude recae sobre títulos valores cuyos precios sufren constantes modificaciones⁴¹⁷. Pese a esto, la doctrina mercantilista, civilista y penalista ha sugerido una serie de criterios que deben ser tenidos en cuenta en la labor exegética del delito de iniciados.

Así, en primer lugar, desde un punto de vista cualitativo, un importante sector doctrinal entiende que el beneficio al que alude el art. 285 CP engloba tanto la obtención de ganancias como la *evitación de pérdidas*, por lo que –desde esta perspectiva– se reputará la concurrencia del beneficio típico tanto si el iniciado compra títulos a un precio menor

⁴¹⁴ No deja de resultar llamativo que el legislador haya condicionado la imposición de la multa solamente a la obtención de un beneficio y no a la causación de un perjuicio. En este sentido, el art. 285, 1, 2º CP establece que la pena de multa será del tanto al triplo del “beneficio” obtenido o favorecido. Cfr, al respecto, GONZÁLEZ RUS, PE, 2005; Compendio, 2000, 517; MESTRE DELGADO, DP PE, 2001, 361.

⁴¹⁵ SUÁREZ GONZÁLEZ, Compendio, 1998, 553; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 527.

⁴¹⁶ Así, BENÍTEZ ORTÚZAR, Relevancia jurídico penal del insider trading, 2005, 99.

⁴¹⁷ OLIVER ALFONSO, AF, 1990, 2177.

y los vende a un precio sustancialmente mayor al hacerse pública la información, como si realiza una operación de venta de títulos cuya posterior caída de precio sería inminente según la información reservada de que disponía^{418 419}.

Desde un punto de vista cuantitativo, el beneficio económico superior a 600.000 euros se producirá normalmente como resultado de una sola operación con información privilegiada; no obstante, hay quienes admiten que dicho beneficio puede ser el resultado de la ejecución de varias operaciones bursátiles en las que se generen ganancias o se eviten pérdidas⁴²⁰. Se admite, así mismo, que la cuantía puede extraerse de la suma entre beneficios obtenidos y perjuicios evitados⁴²¹. Por último, se ha defendido que para determinar el beneficio típico pueden tomarse en cuenta tantos los

⁴¹⁸ En este sentido, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1391; DPE, 2002, 123; DPE PE, 2005, 304, 305, invoca a favor de esta tesis, una interpretación gramatical y teleológica. En el primer caso, entiende que el beneficio concebido *lato sensu* como equivalente a “utilidad” o “provecho”, aparece tolerado por el tenor literal posible y; por otro lado, una interpretación teleológica atenta al bien jurídico admite esta posibilidad; HERNÁNDEZ SAINZ, APen, 1997, 202, defiende esta tesis apoyada en una interpretación gramatical y teleológica, pues –a su juicio– tanto la obtención de ganancias como la evitación de pérdidas a través de operaciones con información privilegiada, merman la confianza de los inversores en el mercado; así tb., MOREDA DE LECEA, BEE (158), 1996, 367; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 244; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 203; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 147; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 367, 369; RUBIO LARA, Parte especial, 2006, 84; RODRÍGUEZ MOURULLO, Anales, 2007, 608; LUZÓN CANOVAS, Abuso de información privilegiada, 2005, 3, admite con reservas esta interpretación, ya que considera posible limitar el concepto de beneficio a la “ganancia económica que se obtiene de un negocio”; XIMENES NORES, AC (46), 1987, 2839, defendía esta posibilidad tiempo antes de la incriminación penal de las operaciones de iniciados; así tb., LÓPEZ PEREGRIN, APen, 1993, 437, respecto del art. 305 PCP/1992; en el mismo sentido, respecto de la regulación suiza del *insider trading*, HURTADO POZO, Der Mißbrauch von Insider-Informationen, 1994, 421. En contra, BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 373, 374; Relevancia jurídico penal del insider trading, 2005, 101, considera que la prohibición de analogía *in malam partem* impide interpretar que la evitación de un perjuicio económico se pueda equiparar a la obtención de un beneficio, por lo que –desde esta perspectiva– los supuestos de venta por inminente caída de los precios quedarán excluidos del art. 285 CP; MESTRE DELGADO, DP PE, 2001, 359, defiende que cuando el iniciado vende títulos a sabiendas de que experimentarán una caída inminente en la cotización, no experimenta ningún beneficio ni en el acto de transmisión ni después de haber ejecutado la venta.

⁴¹⁹ Desde una perspectiva histórica, suele citarse como ejemplo de *insider trading* la denuncia de Sir John Barnard (1723), sobresaliente conocedor de los mercados londineses, quien denunció que personas vinculadas a la Compañía de las Indias Holandesas se habían enriquecido a costa de los demás accionistas, ya que al conocer anticipadamente sobre la disminución de los dividendos que dicha empresa iba a otorgar, vendieron sus acciones y se evitaron un perjuicio patrimonial considerable, pues las acciones bajaron en un 50% cuando la noticia fue de conocimiento público. Cfr. al respecto, MONTOY ANTÓN, *Derecho & Empresa* (2), 2005, 4; ARROYO RODRÍGUEZ/VAQUERO LAFUENTE, ICADE (64), 2005, 237, 238.

⁴²⁰ En este sentido, LUZÓN CANOVAS, Abuso de información privilegiada, 2005, 2.

⁴²¹ Así, CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 244; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1391; DPE, 2002, 124; DPE PE, 2005, 305.

beneficios del iniciado como los de terceros⁴²², a lo que habría que añadir la posibilidad de que el cómputo de la cuantía surja de los beneficios obtenidos y los perjuicios ocasionados⁴²³.

Otro punto sobre el que se ha pronunciado la doctrina es lo atinente al *momento* en que se debe llevar a cabo la determinación del beneficio económico. En tal sentido, son imaginables dos supuestos, a saber: a) que el cálculo del beneficio se realice cuando la información privilegiada se haya incorporado *idealmente* al precio de los valores adquiridos o vendidos⁴²⁴ o, b) que el beneficio económico se determine en función de la *efectiva* materialización de las ganancias, es decir, cuando el iniciado –que previamente

⁴²² Cfr. GONZÁLEZ RUS, en: Cobo del Rosal (dir.), Curso, 1996, 820; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1391; DPE, 2002, 123; DPE PE, 2005, 305; HERNÁNDEZ SAINZ, APen, 1997, 202; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 204; LUZÓN CANOVAS, Abuso de información privilegiada, 2005, 2; RUBIO LARA, Parte especial, 2006, 84.

⁴²³ Así, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1391; DPE, 2002, 123; DPE PE, 2005, 304, considera este extremo como “teóricamente posible”; en el mismo sentido, JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 204; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 244; VAZQUEZ IRUZUBIETA, Código Penal Comentado, 1996, 433. En contra, FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 147, sostienen que la utilización de la disyuntiva “beneficio o perjuicio” impide esta posibilidad; así tb., GONZÁLEZ RUS, en: Cobo del Rosal (dir.), Curso, 1996, 820.

⁴²⁴ Asumen esta postura, TERRADILLOS BASOCO, Protección penal del mercado financiero, 1998, 177; Empresa y Derecho Penal, 2001, 238; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 148; HORMAZÁBAL MALARÉE, El uso de información privilegiada, 2004, 504; RUBIO LARA, Parte especial, 2006, 85; HERNÁNDEZ SAINZ, APen, 1997, 202, para quien resulta irrelevante que el iniciado no haya ejecutado la operación en el momento, sino en un momento posterior y que, en consecuencia pueda perder las ventajas económicas proyectadas por causa de una evolución adversa del mercado; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 370, 371, 373, sugiere la apreciación de dos momentos, el primero encaminado a determinar la existencia misma del beneficio-perjuicio y, el segundo, orientado a determinar el cálculo económico de dicho beneficio-perjuicio. Así, en el primer caso defiende que cuando se adquieren valores el beneficio se presenta cuando se genera la plusvalía, no siendo necesario, pues, que el iniciado liquide la inversión; de igual forma, sostiene que en los casos de enajenación de valores, la evitación de la pérdida se produce cuando se confirma la minusvalía de los títulos enajenados, con independencia de que el iniciado haya recibido el precio. El segundo momento, esto es, aquél en el que debe efectuarse el cálculo económico necesario para determinar la cuantía del beneficio-perjuicio, es -a su juicio- aquél en el que pueda afirmarse que la información, tras su publicación, ha sido desconectada por la cotización de los valores; en parecidos términos, RODRÍGUEZ MOURULLO, Anales, 2007, 608, afirma que el patrimonio del beneficiario se ve incrementado ya con la mera subida de la cotización y, para los supuestos de enajenación de títulos, considera que sería absurdo afirmar que el delito se consuma cuando el que ha usado la información privilegiada ejecuta la venta de las acciones. Para la determinación de la cuantía, señala que debe atenderse a la máxima revalorización de las acciones al cierre de la primera sesión de Bolsa, tras la publicación del hecho relevante. Más allá de ese momento –continúa- la posible subida de la cotización de los títulos estará desvinculada de la acción típica realizada y del dolo del autor. En el ámbito jurisprudencial, esta posición fue asumida en el caso “Asturiana de Zinc S.A” (vid. Sentencia núm. 34/2003, del Juzgado de lo Penal No. 27 de Madrid), donde se condena por *insider trading* al acusado de origen suizo, Sr. Thomas Max Schmidheiny, pese a que no llegó a materializar en una “ganancia económica efectiva el beneficio obtenido con la operación”.

compró valores– haya hecho efectiva su venta a un precio más elevado⁴²⁵. Finalmente, a la cuestión de cómo se ha de calcular la cuantía del beneficio, se propone que ésta debe ser el resultado de la *diferencia* entre el precio del valor al momento de su adquisición o venta y el precio del mismo al habersele incorporado la información⁴²⁶.

Conviene recordar que la contraprestación económica que recibe un iniciado por transmitir la información privilegiada, por ejemplo un monto superior a 600.000 euros, no encaja –como se ha indicado– en la exigencia típica de la obtención de un beneficio superior a dicha cuantía⁴²⁷. Esto es así porque el beneficio al que alude el art. 285 CP es el que se deriva de la realización de operaciones con información privilegiada por el propio iniciado y, por otro lado, la conducta del suministro sugiere que el beneficio debe ser obtenido por el receptor de la información, quien a su vez obtiene las ganancias en virtud de sus operaciones bursátiles con información relevante para las cotizaciones.

Con todo, habrá que tener en cuenta –según advierte *PRIETO del PINO*– que no todo el beneficio económico obtenido por el iniciado se deriva de las operaciones con información privilegiada, sino que en la configuración de la plusvalía intervienen otros factores que afectan en general a todas las operaciones bursátiles, a saber: la coyuntura económica general, el impacto realmente producido con la publicación de la información, o el efecto generado por la difusión de otras noticias sobre esos u otros valores. La consecuencia es –a juicio de esta autora– que esa parte de los beneficios no deben ser considerados como resultado de la operación en sí misma.

⁴²⁵ En este sentido, GIMBERNAT, El “caso Alierta”, en: *El Mundo (Opinión)*, 18 diciembre de 2002.

⁴²⁶ Así, HERNÁNDEZ SAINZ, *APen*, 1997, 202.

⁴²⁷ En este sentido, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), *Comentarios*, 1996, 1391; *DPE*, 2002, 124; *DPE PE*, 2005, 305; LUZÓN CÁNOVAS, *Abuso de información privilegiada*, 2005, 2. En contra de esta tesis, FARALDO CABANA, *EPCr*, 1995, 121, defiende la posibilidad de que la contraprestación económica recibida por el iniciado a cambio del suministro de información, sea equiparada al beneficio típico requerido por la norma; así tb., RUBIO LARA, *Parte especial*, 2006, 85; HURTADO POZO, *Der Mißbrauch von Insider-Informationen*, 1994, 422, aludiendo al beneficio típico del *insider trading* en el Código penal suizo.

7.6.2) La determinación del perjuicio y la cuantía del mismo

Como es sabido, un importante sector de la doctrina niega la existencia de reales perjudicados a través de las operaciones con información privilegiada, lo que ha llevado a afirmar que estamos frente a un *delito sin víctima*. En tal sentido, hemos expuesto ya los diversos argumentos esgrimidos en favor de dicha tesis, referidos fundamentalmente a la inexistencia de perjuicios directos y cuantificables en los inversores y en las entidades emisoras⁴²⁸, la inexistencia de nexo causal entre la conducta y el supuesto perjuicio y, por último, que los eventuales perjuicios sufridos por el inversor se derivan de las vicisitudes del mercado.

Sin embargo, para quienes defienden la protección de intereses patrimoniales de naturaleza individual, las operaciones de iniciados sí ocasionan a los inversores perjuicios reales que se traducen en pérdidas económicas⁴²⁹ (que para unos sólo abarca el daño emergente⁴³⁰, a diferencia de quienes incluyen también el lucro cesante⁴³¹), aunque ciertamente admiten las dificultades que engendra la determinación de los perjudicados y el *quantum* del perjuicio⁴³². La primera cuestión ya ha sido tratada en el capítulo relativo al bien jurídico protegido, por lo que procederemos a exponer cómo ha de determinarse la cuantía del perjuicio ocasionado.

⁴²⁸ Así, HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 203, sostiene que el supuesto perjuicio de la contraparte del iniciado no se origina por la operación con información privilegiada, sino por el riesgo de desinformación inherente a los mercados. Y, con relación a las entidades emisoras, entiende que éstas no sufren perjuicio alguno, salvo que el uso de información suponga de alguna manera una revelación de secretos, en cuyo caso sería de aplicación el art. 279 CP.

⁴²⁹ MESTRE DELGADO, DP PE, 2001, 359, admite sólo parcialmente la existencia de perjuicios a través de las operaciones con información privilegiada. A su juicio, el perjuicio existirá únicamente cuando el iniciado vende títulos, pero no cuando los compra.

⁴³⁰ Cfr. VARELAS VARAS, AMF, 1992, 3, 11.

⁴³¹ En este sentido, GONZÁLEZ CUSSAC, CPC (37), 1989, 145; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 430.

⁴³² Así, FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 120, 121; LANDECHO VELASCO/MOLINA BLÁZQUEZ, DP PE, 1996, 260; BAJO FERNÁNDEZ, Uso de información privilegiada, 1999, 646; GÓMEZ INIESTA, LL, 1999, 3945; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 527; PUENTE ABA/PERNAS GARCÍA, El abuso de información privilegiada, 2004, 364; HORMAZÁBAL MALARÉE, El uso de información privilegiada, 2004, 504. En contra, MONROY ANTÓN, RDBB, 2005, 52 ss, califica de “harto fácil” la demostración de los perjuicios sufridos por una pluralidad de inversores.

Así pues, el problema para determinar a los perjudicados por el *insider trading* no parece tener una solución sencilla, si bien podría defenderse que tendrán la consideración de perjudicados, quienes hubieran negociado en sentido contrario al del iniciado durante el período en que éste hubiera realizado sus operaciones con información privilegiada, sin que sea necesario que el sujeto pruebe la causa del perjuicio sufrido. Tal fue la solución que se propuso en el caso Shapiro versus Merrill Lynch (1974); mientras que la cuantificación de los daños que el *insider* ha causado con sus operaciones no podría tener el mismo marco de referencia antes expuesto, ya que de ser así los daños atribuidos al iniciado ascenderían de una manera desproporcionada. En el caso Elkind versus Liggett & Myers (1980), se estableció que cualquier inversor podía reclamar la diferencia entre lo que pagó o recibió por los títulos y el precio alcanzado en el mercado en un plazo razonable después de haberse publicado la información relevante, pero que – en cualquier caso– la cantidad total que los perjudicados podrían recuperar está limitada a la suma ganada o dejada de perder por el iniciado como resultado de su operación de compra o venta de títulos⁴³³.

7.6.3) *Los beneficios-perjuicios derivados de una misma operación*

A la pregunta de si una misma operación bursátil con información reservada puede generar simultáneamente beneficios y perjuicios, hay que responder que, en principio, no hay obstáculos para que pueda presentarse tal posibilidad; no obstante, habrá que tener en cuenta la discusión generada en torno a la existencia o no de una correlación entre beneficio obtenido y perjuicios ocasionados, lo que es de suma importancia a los efectos de determinar si la operación ha alcanzado la cifra establecida en el tipo.

En tal sentido, *MESTRE* sostiene que “el perjuicio típico no es el correlato del beneficio obtenido por el autor en una concreta transacción”, lo cual se explica –a su juicio– porque en las operaciones en que el iniciado compra títulos a sabiendas de su inminente plusvalía, no causa perjuicio alguno al *outsider*, ya que el precio de los títulos representaba el valor real de las cotizaciones al momento de la operación. Por el contrario, este autor señala que en los supuestos de venta de títulos por parte del *insider*

⁴³³ Vid., LÓPEZ LOZANO, LL, 1997, 1367.

sí que podrá apreciarse un perjuicio para el comprador *extraneus*, pero niega la existencia de beneficios para el iniciado⁴³⁴. Es evidente, a la luz de esta última afirmación, que *MESTRE* adopta un concepto restringido de beneficio e incluye dentro de éste únicamente las ganancias obtenidas mediante la realización de operaciones, excluyendo así la evitación de pérdidas.

Sección segunda

El tipo subjetivo del art. 285.1 CP

I. Exigencia de dolo. Atipicidad de las conductas imprudentes

Como es sabido, a diferencia del anterior CP 1944/73 donde, en principio y salvo su particular estructura, los tipos penales de la parte especial podían cometerse mediante conductas imprudentes, el CP 1995 restringe la aplicación de los tipos imprudentes a aquellas figuras delictivas expresamente establecidas en la legislación penal, adoptando de esta forma el sistema de *numerus clausus* (art. 12 CP)⁴³⁵. En tal sentido, el delito de iniciados del art. 285 CP sólo puede ser cometido mediante conductas eminentemente dolosas, por lo que la discusión en este ámbito gira únicamente en torno a la admisibilidad o no del dolo eventual.

⁴³⁴ Cfr. MESTRE DELGADO, DP PE, 2001, 359; en parecidos términos, QUERALT JIMÉNEZ, DP PE, 2008, 585, señala que en los mercados financieros el perjuicio y el beneficio no son magnitudes forzosamente correlativas. En contra, MONROY ANTÓN, RDBB, 2005, 53, 54, para quien resulta evidente que en los mercados de valores todo beneficio que obtienen algunos inversores se transforman en perjuicios para otros. Esto es así porque –a juicio del autor– la suma de plusvalías en determinado valor es igual a la suma de minusvalías en el mismo; así tb., MUÑOZ CONDE, DP PE, 2004, 521, entiende que la obtención de un beneficio supone correlativamente la causación de un perjuicio de idéntica suma; parece asumir esta línea, MARCHENA GÓMEZ, De los delitos relativos al mercado, 2002, 1898.

⁴³⁵ BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 375, sostiene que las conductas imprudentes quedarán sujetas a la regulación jurídica-administrativa de la LMV; en parecidos términos, JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 204; MARTÍN PALLÍN, CuadDJ (14), 1997, 155; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 247; QUERALT JIMÉNEZ, DPE PE, 1996, 479; GONZÁLEZ CUSSAC, CPC (37), 1989, 145, ya antes de la aprobación del CP 1995 defendía la impunidad de las conductas imprudentes; así tb., LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, ADPCP, 1993, 1059. En contra del castigo de las conductas imprudentes a través de la regulación administrativa del mercado de valores, PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 386, 387, defiende la impunidad penal y administrativa en los casos en que concurre un error de tipo vencible.

Pues bien, un sector minoritario de la doctrina niega que las conductas del art. 285 CP puedan ser cometidas con dolo eventual⁴³⁶, contrariamente a quienes mayoritariamente admiten tal posibilidad en atención a la configuración típica del *insider trading*⁴³⁷. Así mismo, a diferencia de otros delitos económicos, v. gr., el delito de maquinaciones del art. 284 CP, el legislador no ha introducido en la configuración del delito de iniciados ningún especial elemento subjetivo, lo que sido valorado positivamente por algunos autores⁴³⁸. Por su parte, como señalan *BENÍTEZ ORTÚZAR* o *GONZÁLEZ RUS*, el dolo debe abarcar el conocimiento del carácter reservado de la información y de que su uso o

⁴³⁶ Así, SERRANO GÓMEZ, DP PE, 2003, 503; DP PE, 1996, 526; JORNADA DE POZAS, Código penal, 1997, 2941, entiende que el carácter eminentemente doloso del delito de iniciados permite dudar que pueda cometerse incluso con dolo eventual.

⁴³⁷ En este sentido, GONZÁLEZ CUSSAC, DP PE, 1996, 481, admite la posibilidad de apreciar dolo eventual; así tb., GONZÁLEZ RUS, en: Cobo del Rosal (dir.), Curso, 1996, 820; GÓMEZ PAVÓN, ICADE (42), 1997, 252; CALDERÓN CEREZO, DP PE, 1999, 875; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 375; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE, 2002, 123; DP PE, 2004, 586; DPE PE, 2005, 305; DPE PG, 2007, 576; DP PE, 2008, 490; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 204; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 146; LUZÓN CÁNOVAS, Abuso de información privilegiada, 2005, 8; EIRANOVA ENCINAS, Abuso de mercado, 2005, 647; así tb., respecto de la regulación suiza, HURTADO POZO, Der Mißbrauch von Insider-Informationen, 1994, 422, aunque advierte que la admisión del dolo eventual está limitada por la naturaleza de ciertos elementos de la descripción típica, así por ejemplo, que el sujeto debe conocer un determinado hecho confidencial (no bastando que sólo esté al corriente de un simple rumor) o que debe estar plenamente consciente de la posible influencia significativa que el hecho confidencial puede tener en la cotización de los valores, pues en caso contrario, no podría explotar, en el sentido de la norma penal, una información privilegiada. En la doctrina alemana, ASSMANN, Kommentar, 2006, 419, 420, señala que a la luz de la versión original del § 14, 1 WpHG era muy discutida la admisibilidad del dolo eventual, ya que se requería que el iniciado explotara (especial elemento subjetivo) la información privilegiada; sin embargo, con la supresión de tal elemento subjetivo ya no hay razones para excluir la posibilidad del dolo eventual; ALTENHAIN, Kölner Kommentare zum Unternehmens, 2007, 2472, admite la posibilidad de que el delito de iniciados pueda cometerse con dolo eventual, pues –a su juicio– la exigencia típica de conocer la una información privilegiada no significa que ésta se refiera a datos seguros, sino que basta con el sujeto considere seriamente la posibilidad de que la información dada sea información privilegiada (dolo eventual).

⁴³⁸ Así, GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 394, 433-435, aunque luego parece admitir la existencia de un especial elemento subjetivo en el tipo del art. 285 CP, ya que entiende que en las operaciones con información privilegiada los iniciados actúan motivados por una finalidad lucrativa; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 362, sugiere que para alcanzar una adecuada delimitación del tipo, debía incluirse como elemento subjetivo el ánimo de lucro, esto es, la finalidad de obtener un beneficio o de evitar un perjuicio, pues el inversor difícilmente acude al mercado con el ánimo de causar perjuicios patrimoniales a terceros. En la doctrina alemana, KOHLMANN, Das Strafrecht, 1995, 457, había propuesto que la norma penal que regula el delito de iniciados (§ 38 WpHG) debía exigir que el sujeto activo actuara con **ánimo** de obtener beneficio económico para sí o para terceros; sin embargo, parece que la sustitución del término “explotación” (*Ausnutzung*) por el de “utilización” (*Verwendung*) de información privilegiada implica que la conducta no requiere más de una determinada finalidad, cfr. al respecto, DIEKMANN/SUSTMANN, NZG (20), 2004, 931; ZIEMONS, NZG (12), 2004, 537, 539; KOCH, DB (5), 2005, 269; GROTHAUS, ZBB (1), 2005, 63; BERGMANN/DREES, StraFo (9), 2005, 367; ALTENHAIN, Kölner Kommentare zum Unternehmens, 2007, 2473.

suministro a otro es idóneo para obtener un beneficio o causar un perjuicio⁴³⁹, siendo irrelevante por tanto los motivos o fines del sujeto activo, lo que abarca –a juicio de GONZÁLEZ CUSSAC– los supuestos en los que el iniciado no persigue ningún beneficio económico propio o directo, v. gr., cuando el iniciado simplemente desea causar un perjuicio u obtener favores o ventajas no evaluables económicamente⁴⁴⁰. Pero además el dolo debe abarcar todos los demás elementos objetivos del tipo que hemos examinado, incluyendo la utilización o el suministro de la información reservada relevante, el hecho de que se ha accedido a ella precisamente por la actividad profesional o empresarial, y el resultado de causación de perjuicio o beneficio superior a 600.000 euros.

En el ámbito de la modalidad del *suministro* de información privilegiada, se ha defendido la idea de que el dolo sólo tiene que abarcar el conocimiento y voluntad de transmitir la información a terceros, sin que sea necesario que abarque el mal uso que de tal información haga el receptor; a esta conclusión llegan principalmente quienes defienden que la configuración del *insider trading* es la de un delito de mera actividad⁴⁴¹. También es importante destacar que el dolo del suministro se limita al conocimiento de que el receptor de la información no debía acceder a ella, por lo que será atípica la conducta del iniciado que comunica la información relevante a un colega que, por razón de su profesión u oficio, debía conocerla⁴⁴².

⁴³⁹ Cfr. GONZÁLEZ RUS, en: Cobo del Rosal (dir.), Curso, 1996, 820; en: Cobo del Rosal (dir.), Compendio, 2000, 517; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 375. En contra, RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 353, considera que basta con que el sujeto sea consciente del carácter privilegiado de la información y de los deberes que se derivan de su actividad gestora, “sin que sea necesario que asuma específicamente la situación de abuso, y mucho menos que tenga que conocer un posible perjuicio o beneficio”. En tal sentido, señala que de exigirse que el dolo abarque el perjuicio a terceros sería condenar al fracaso la aplicación del tipo, pues la intención de dañar intereses concretos en un bien jurídico colectivo es prácticamente inexistente. En consecuencia, sugiere que el elemento intelectual del dolo debe ir dirigido a los elementos descriptivos y normativos del tipo.

⁴⁴⁰ GONZÁLEZ CUSSAC, CPC (37), 1989, 145.

⁴⁴¹ Cfr. HERNÁNDEZ SAINZ, APen, 1997, 204; así tb., RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 343, 344, 353, quien no obstante defiende que la configuración del delito de iniciados es la de un tipo de resultado. En contra, FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 146, 147, defienden la atipicidad de la venta o cesión de información privilegiada cuando el *insider* no tiene intención de que el receptor de la misma la explote financieramente, salvo que en tales casos se pueda reconducir la conducta al delito de descubrimiento y revelación de secretos siempre que la información pueda ser catalogada como un secreto de empresa.

⁴⁴² Así, RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 353. Esta posición está avalada así mismo por el art. 81.2, b) de la LMV que prohíbe la comunicación de la información a terceros, *salvo* en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o cargo.

Con todo, el establecimiento de tipos penales imprudentes en el ámbito del Derecho penal económico ha sido ampliamente discutido y en ello han influido –según AUGER LIÑÁN– los problemas prácticos que se derivan de la prueba del dolo en estos delitos⁴⁴³, aunque también reconoce la existencia de otros factores, tales como: que la creación de tipos imprudentes puede obedecer a la finalidad de proteger bienes jurídicos de nuevo cuño, distintos a los bienes jurídicos patrimoniales tradicionales⁴⁴⁴; sin embargo, como sugiere JERICÓ en el ámbito de los delitos económicos, y particularmente en el *insider trading*, el legislador ha seleccionado de entre todas las conductas que afectan al mercado aquellas que por su mayor gravedad atentan directamente contra bienes jurídicos esenciales para el sistema, de manera que con la exclusión de las conductas imprudentes se materializa el carácter fragmentario y de *ultima ratio* del Derecho penal⁴⁴⁵. Hay que admitir, además, que en esta clase de delitos suele exigirse una actuación fraudulenta o abusiva por parte de quien ostenta una posición de privilegio respecto del resto de participantes en el mercado, lo que nuevamente conlleva excluir las conductas imprudentes⁴⁴⁶; sin embargo, no podemos obviar que el iniciado podría infringir el art. 285 CP mediante conductas claramente imprudentes, v. gr., cuando en una mesa de copas transmite la información privilegiada o no se percata de la trascendencia que tienen los datos revelados o si, pese a saberlo, confía en que sus amigos o familiares no realizaran operaciones bursátiles con la información privilegiada. Así pues, resulta evidente que, al menos en lo que hace a la conducta típica del

⁴⁴³ Sobre los criterios a tomar en cuenta para superar los problemas que enfrenta la prueba del dolo en este delito, *vid.* QUINTANAR DÍEZ, CPC (88), 2006, 186 ss; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 386.

⁴⁴⁴ Cfr. AUGER LIÑÁN, PJ, 1988, 230; ARROYO ZAPATERO, Delitos contra la hacienda pública, 1987, 127, sugirió hace algunos años la creación de tipos imprudentes para evitar lagunas de impunidad en el ámbito de los delitos contra la hacienda pública.

⁴⁴⁵ JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 204; RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 354; PUENTE ABA/PERNAS GARCÍA, El abuso de información privilegiada, 2004, 365.

⁴⁴⁶ Críticamente sobre este extremo, RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 353, 354, quien advierte que la exigencia de móviles fraudulentos o perjudiciales en ciertos tipos penales condiciona la efectiva imposición de sanciones, lo que viene en detrimento de alcanzar objetivos preventivos eficaces. En consecuencia, sugiere que en el ámbito del delito de iniciados deberían castigarse las conductas imprudentes cuando supongan una negligencia grave de los deberes de reserva al que están sujetos los iniciados, por lo que –a su juicio– no puede defenderse la exclusiva comisión dolosa en estos delitos. En contra, PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 386, alaba que el *insider trading* sólo se castigue en su modalidad dolosa.

suministro de información relevante, existen muchas conductas imprudentes en las que podría incurrir un *insider*.

En la doctrina alemana, *TIEDEMANN* ha propuesto la incriminación de tipos penales imprudentes en el ámbito del Derecho penal económico, v. gr., el fraude de subvenciones, lo cual se fundamenta –a su juicio– en la necesidad de resolver los problemas que genera la prueba del dolo⁴⁴⁷. En tal sentido, el legislador alemán ha seguido esta orientación al ampliar el ámbito de aplicación de la normativa *anti-insider*, pues –a diferencia de la regulación original del delito de iniciados– el nuevo § 38 ap. 4 WpHG penaliza la infracción por imprudencia grave (temeraria) del § 14 ap. 1, núm. 1 WpHG referido a la prohibición de compra o venta de títulos valores mediante el uso de información privilegiada, lo que supone –a juicio de *BERGMANN/DREES*– una notable agravación del tipo, aunque manifiestan sus reservas en cuanto a la eficacia de esta nueva medida⁴⁴⁸.

A nuestro juicio, la posibilidad de apreciar conductas imprudentes en el *insider trading* es conceptualmente posible, sobre todo en la modalidad típica del suministro de información privilegiada; sin embargo, el establecimiento de la prohibición en el ámbito administrativo sancionador sugiere que, en virtud del carácter subsidiario del Derecho penal, tales conductas imprudentes sean sólo merecedoras de sanción administrativa⁴⁴⁹.

⁴⁴⁷ Vid. más ampliamente, *TIEDEMANN*, Verhandlungen des 49. Deutschen Juristentages, 1972, C 41 ss, C 48; Wirtschaftsbetrug, § 265 b/21. Neben Praktikabilitätserwägungen kommt aber beim Subventionsbetrug der Gedanke einer “erhöhten strafrechtlichen Verantwortung” des Subventionsempfängers: Tiedemann, Verhandlungen des 49. Deutschen Juristentages, 1972, C 48; JuS 1989, 697; Wirtschaftsbetrug, § 264/6.

⁴⁴⁸ Cfr. *BERGMANN/DREES*, StraFo (9), 2005, 369; sobre esta cuestión tb., *RANSIEK*, DZWir (2), 1995, 58; *HIENZSCH*, Insiderhandelsverbot, 2005, 36, 37; *SCHÜNEMANN*, en: Entrevista concedida en el Institut für die gesamten Strafrechtswissenschaften, Rechtsphilosophie und Rechtsinformatik, con fecha 26 de agosto de 2009, considera poco probable la concurrencia de conductas imprudentes en la modalidad típica del uso de información privilegiada; así mismo afirma que, en general, es remota la aplicación de tipos penales imprudentes aunque se alegue el *in dubio pro reo*.

⁴⁴⁹ *PRIETO DEL PINO* (Uso de información privilegiada, 2004, 386, 387) sugiere –a propósito de la concurrencia de un error de tipo vencible sobre el carácter reservado de la información– que en el *insider trading* las conductas imprudentes tampoco pueden ser sancionada a través de la norma administrativa, ya que ante la ausencia de una disposición administrativa expresa -a la medida del art. 12 CP- debe presumirse que las conductas imprudentes sólo se castigan administrativamente cuando están previstas expresamente en la ley.

II. Relevancia jurídico-penal del error sobre elementos objetivos del tipo: el error de tipo

En el ámbito del delito de iniciados la doctrina española no encuentra mayores problemas para admitir que el error sobre un elemento del tipo, v. gr., sobre el carácter privilegiado de la información, debe recibir el tratamiento del error de tipo, cuya consecuencia inmediata es, por definición, la exclusión del dolo y el castigo de la conducta en su caso (es decir, si está legalmente prevista esa modalidad) como imprudente cuando el error es vencible. Desde esta perspectiva, pues, habría que admitir la impunidad de las operaciones con información privilegiada realizadas en error, ya que el sistema de *numerus clausus* impide el castigo del *insider trading* por imprudencia y más aún cuando concurre un caso fortuito (error de tipo invencible)⁴⁵⁰.

Este planteamiento, no obstante, merece a nuestro juicio un análisis más detallado en la medida en que la doctrina ha planteado diversas soluciones en materia de error, según que éste recaiga sobre elementos normativos o descriptivos, aunque al abordar esta problemática en el ámbito del art. 285 CP algunos autores sugieren que el error sobre elementos normativos o descriptivos conduce sin más a la aplicación del error de tipo⁴⁵¹.

Ahora bien, si el error recae sobre lo que nuestro juicio constituye un resultado típico, esto es, la obtención de un beneficio superior a 600.000 euros o la causación de un perjuicio de idéntica suma, entonces sí que no habría mayores inconvenientes en admitir que estaríamos frente a un error de tipo⁴⁵², salvo que —como hemos visto— se interpretara que dicha cuantía constituye una condición objetiva de punibilidad, cuestión esta que hemos descartado en el capítulo respectivo. En efecto, puede haber supuestos en los que

⁴⁵⁰ En este sentido, LÓPEZ PEREGRÍN, APen, 1993, 438; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 247; MARTÍN PALLÍN, CuadDJ, 1997 (14), 155; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 205, aunque se muestra inconforme con la solución propuesta; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 386.

⁴⁵¹ Así, expresamente, RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 355; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 386; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 247, sugiere que si el error recae sobre el carácter reservado de la información será de aplicación el error de tipo (elemento normativo); así tb., GONZÁLEZ CUSSAC, CPC (37), 1989, 146; LÓPEZ PEREGRÍN, APen, 1993, 438. Por su parte, GARCÍA MOSQUERA, El delito de estafa, 2006, 246, advierte que cuando el error recae sobre un elemento normativo, más concretamente sobre su significado normativo o jurídico, a menudo es difícil resolver si estamos frente a un error de tipo o de prohibición.

⁴⁵² Así, CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 247.

en atención al bajo volumen del negocio o a la escasa entidad de la información el iniciado crea con fundamento que la cuantía del beneficio-perjuicio estaba completamente fuera de su alcance; sin embargo, habría que plantear si en estos supuestos no cabría en realidad el castigo por una tentativa de delito.

Del mismo modo, consideramos –siguiendo a *LUZÓN PEÑA*– que los supuestos de error sobre los presupuestos objetivos de una causa de justificación constituyen supuestos de error de tipo, precisamente por nuestra inclinación favorable a la teoría de los elementos negativos del tipo y en cualquier caso a la teoría restringida de la culpabilidad. Por el contrario, un importante sector de la doctrina (la denominada teoría estricta de la culpabilidad, de origen finalista) considera que en estos casos es de aplicación el error de prohibición⁴⁵³.

1. *El error sobre elementos normativos del tipo: ¿error de tipo o de prohibición?*

Hemos anticipado que el art. 285 CP contempla en su descripción típica una serie de elementos de claro contenido normativo (v. gr., información relevante, instrumentos negociados o mercado oficial), por lo que consideramos necesario hacer una breve referencia al tratamiento jurídico-penal de los supuestos de error sobre los elementos normativos del tipo. Desde luego que esta cuestión tiene especial relevancia para quienes somos partidarios de la *teoría de la culpabilidad*, en virtud de la cual el error de tipo excluye en todo caso el dolo, dejando a salvo la imprudencia si el error es vencible, en tanto que el error de prohibición incide solamente en la culpabilidad, por lo que la cuestión aquí planteada no tendría la misma relevancia para los defensores de la teoría del dolo, en virtud de la cual tanto el error de tipo como el de prohibición excluyen el dolo⁴⁵⁴.

Hecha esta aclaración, es necesario dejar sentado que si el error recae sobre el *sustrato fáctico o empírico* del elemento no habrá mayores inconvenientes para afirmar la

⁴⁵³ En este sentido, RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 355.

⁴⁵⁴ Cfr. DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO, El error sobre elementos normativos, 2008, 189, 190.

exclusión del dolo y, en consecuencia, admitir que estamos frente a un error de tipo⁴⁵⁵ cuando, por ejemplo, el iniciado cree erróneamente que la información que utiliza en sus operaciones es de pleno conocimiento público; sin embargo, como señala *LUZÓN PEÑA*, los problemas se presentan cuando “el error recae sobre el *significado normativo*, en su caso jurídico, del elemento” v. gr., cuando el sujeto desconoce el carácter privilegiado de la información, pues en tales supuestos resulta sumamente difícil determinar el tratamiento correcto del caso concreto⁴⁵⁶.

Hecha esta precisión procederemos, entonces, a exponer las distintas posiciones doctrinales encaminadas a resolver los problemas del error sobre el significado de los elementos normativos, trasladando el estado de la cuestión al ámbito concreto del delito de iniciados. Así pues, no existe unanimidad en cuanto al tratamiento jurídico-penal de los supuestos de error sobre los elementos normativos del tipo, encontrándose en la doctrina diversas posturas al respecto; así, en primer lugar, hay quienes sostienen que en estos casos estamos frente a un error de subsunción irrelevante por no constituir error de tipo ni de prohibición⁴⁵⁷; en segundo lugar, un sector niega que se trate de un error de tipo y defiende la posibilidad de apreciar un error de prohibición o un simple e irrelevante error sobre la punibilidad y; en tercer lugar, otra parte de la doctrina entiende que normalmente ese error es, o bien irrelevante o bien un error de prohibición, aunque admiten que si el error impide comprender los presupuestos mismos de la prohibición estaremos ya frente a un error de tipo⁴⁵⁸.

A juicio de *LUZÓN PEÑA* esta última postura es la más correcta, ya que puede haber casos en los que la errónea interpretación de un concepto jurídico impida, igual que si se tratara de un supuesto de error sobre el sustrato fáctico, el conocimiento de los

⁴⁵⁵ Así, *DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO*, en: *Luzón Peña/Mir Puig* (dirs.), *Cuestiones actuales*, 1999, 82; *El error sobre elementos normativos*, 2008, 215.

⁴⁵⁶ Cfr. *LUZÓN PEÑA*, *Curso*, 1997, 449 (la cursiva negrita es nuestra); así tb., plantean la problemática que supone el error sobre elementos normativos, *BUSTOS RAMÍREZ*, *ADPCP*, 1985, 708; *MUÑOZ CONDE*, *El error en Derecho penal*, 1989, 59, 129; *BACIGALUPO ZAPATER*, *Principios*, 1997, 234; *GARCÍA MOSQUERA*, *El delito de estafa*, 2006, 246; *ARROYO ZAPATERO*, *Delitos contra la hacienda pública*, 1987, 119, señala –siguiendo a *ZIPF*– que la delimitación entre el error sobre elementos normativos del tipo y el error de prohibición es el problema menos resuelto de toda la teoría del error.

⁴⁵⁷ En contra, *BACIGALUPO ZAPATER*, *Principios*, 1997, 234.

⁴⁵⁸ Así, *DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO*, *El error sobre elementos normativos*, 2008, 195, 198; en: *Serrano-Piedecabras/Demetrio Crespo* (dirs.), *Cuestiones actuales*, 2010, 51.

presupuestos mismos de la prohibición y que, en consecuencia, dé lugar a un error de tipo⁴⁵⁹. A la misma solución llegan autores como *BACIGALUPO*, *ARROYO* o *MUÑOZ CONDE*, aunque sin distinguir entre el error que recae sobre el sustrato fáctico y el error que versa sobre el significado normativo; así, *BACIGALUPO* señala que si bien el art. 14 CP guarda silencio en cuanto al tratamiento aplicable a los casos de error sobre elementos normativos, lo cierto es que nada impide la aplicación analógica de las reglas del error de tipo o de prohibición, lo que dependerá de la incidencia del error sobre los elementos positivos del delito. En tal sentido, este autor sostiene que “quien tiene un error sobre un elemento normativo no tiene conocimiento de todos los elementos del tipo y, por lo tanto, la analogía se da con el error de tipo y no con el de prohibición, dado que el error del autor no afecta a su conocimiento de la relación entre el hecho y el derecho”⁴⁶⁰; por su parte, *ARROYO* entiende que si el sujeto desconoce la significación jurídica del elemento del tipo, desconoce, a su vez, la antijuridicidad de su conducta, “pero su error es ya un error sobre el tipo que excluye el dolo y la aplicación del tipo doloso”, por lo que –a su juicio– “la falta de conocimiento de la antijuridicidad afecta en estos supuestos al dolo del tipo y no tan sólo a la culpabilidad”⁴⁶¹ y; finalmente, *MUÑOZ CONDE* cree que es inevitable considerar como error excluyente del dolo (error de tipo), todo error sobre elementos normativos o sobre elementos relativos a la antijuridicidad establecidos en los tipos penales respectivos⁴⁶².

⁴⁵⁹ LUZÓN PEÑA, Curso, 1997, 449, aunque admite que la solución de determinados casos concretos puede ser discutible; MIR PUIG, DP PG, 2008, 557, sostiene que todo error sobre un elemento normativo del tipo es constitutivo de un error de tipo; así tb., ARÁUZ ULLOA, El delito de omisión, 2006, 514, respecto del error sobre el concepto de “desamparo” como elemento normativo del delito de omisión del deber de socorro (art. 195 CP).

⁴⁶⁰ BACIGALUPO ZAPATER, Principios, 1997, 235.

⁴⁶¹ ARROYO ZAPATERO, Delitos contra la hacienda pública, 1987, 123, 126, 127, a favor de esta solución invoca, además de las razones dogmáticas apuntadas, otros factores de índole práctico, tales como: a) que en el proceso penal puede tener mayor éxito el argumento del acusado relativo a que desconocía o mal interpretó la norma y, b) que las convicciones político-criminales dominantes son proclives a reducir la intervención penal del Estado en materia de delitos económicos, por lo que para evitar construir un “puente de plata” a los infractores será preciso *de lege ferenda* la creación de tipos imprudentes; a juicio de MUÑOZ CONDE (El error en Derecho penal, 1989, 131) este último argumento sólo refuerza la idea de que el error que recae sobre elementos normativos constituye un error excluyente del dolo (error de tipo).

⁴⁶² MUÑOZ CONDE, El error en Derecho penal, 1989, 131; así tb., JESCHECK/WEIGEND, Tratado (Trad. Olmedo Cardenete), 2002, 330, consideran que el error de tipo puede recaer sobre la totalidad de los elementos objetivos del tipo, incluidos los conceptos jurídicos contenidos en éste y otros elementos normativos, ya que el dolo exige que el sujeto haya comprendido correctamente el significado de tales elementos en el marco de la valoración paralela a la esfera del profano; así tb., RODRÍGUEZ DEVESA/SERRANO GÓMEZ, DPE PG, 1995, 626; CUELLO CONTRERAS, DPE PG, 2002, 706.

2. *El criterio del sentido o significado material auténtico del elemento (Díaz y García Conlledo)*

A nuestro juicio, la cuestión debe resolverse atendiendo al criterio del **sentido material auténtico** del elemento, defendido por *DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO* en la doctrina española y que básicamente consiste en afirmar el dolo típico –con la consiguiente exclusión del error de tipo– cuando el sujeto conoce que en su hecho concurre el sentido o significado material auténtico del elemento típico o el elemento en todo su sentido material auténtico, teniendo en cuenta que dicho “sentido” a veces es muy evidente (v. gr., cuando el legislador lo prevé expresamente), pero en ocasiones será más complejo de descubrir por el intérprete o aplicador del Derecho⁴⁶³. Dentro de los elementos normativos, el citado autor brinda especial relevancia a la distinción entre *elementos de sentido* y *de valor*, siendo los primeros aquellos cuyo sentido se hace comprensible por las normas de referencia (del tipo que sean), mientras que los de valor incorporan una valoración, frecuentemente negativa (v. gr., actos lúbricos o de exhibición obscena, cruelmente, etc); tal distinción es fundamental, pues –a su juicio– el tratamiento del error sobre los elementos de valor implica un mayor nivel de complejidad, mientras que en los elementos de sentido, *DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO* sugiere que el error sobre la concurrencia del sentido material auténtico del elemento normativo es un error de tipo excluyente en todo caso del dolo⁴⁶⁴.

En el ámbito concreto del delito de iniciados, podría plantearse la cuestión de cuál es el tratamiento aplicable a los casos en los que el sujeto activo desconoce que la información no es pública para el resto de los inversores o que la información es idónea para influir de manera apreciable en el precio de cotizaciones, es decir, desconoce que se trata de una información privilegiada por tanto. Pues bien, en primer lugar hay que decir que a la luz de la clasificación antes expuesta, consideramos que los términos “información relevante”, “instrumentos negociados” o “mercado oficial” recogidos en el art. 285 CP constituyen elementos normativos de sentido, ya que su comprensión

⁴⁶³ Cfr. *DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO*, en: Serrano-Piedecabras/Demetrio Crespo (dirs.), *Cuestiones actuales*, 2010, 51.

⁴⁶⁴ *DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO*, en: Luzón Peña/Mir Puig (dirs.), *Cuestiones actuales*, 1999, 107.

requiere la remisión a normas, más concretamente a la LMV. En segundo lugar, hay que decir que en la cuestión planteada es discutible si el error recae sobre el sustrato fáctico o más bien sobre el sentido material auténtico del elemento: en atención a los rasgos característicos adoptados por la legislación y la doctrina, es privilegiada la información concreta, no pública e idónea para influir en el precio de las cotizaciones. En este sentido, pues, si el sujeto desconoce que la información no es pública y la utiliza incurre en todo caso en un error de tipo; sin embargo, habría un error de subsunción, no de tipo, si, por ejemplo, el sujeto sabe que la información no es pública, pero tampoco la considera privilegiada, pues erróneamente cree que sólo es privilegiada, por ejemplo, la información que proviene de un miembro de la CNMV. Al respecto, hay que decir que el error de subsunción podría dar lugar en su caso (aunque no necesariamente) a un error de prohibición.

III. Culpabilidad: el error de prohibición

El error de prohibición no afecta a la parte subjetiva del tipo (dolo o imprudencia), sino a la culpabilidad, como sostiene la mayoritaria “teoría de la culpabilidad” y confirma en Derecho español el art. 14.3 CP⁴⁶⁵. No obstante, por razones prácticas expositivas, conviene tratarlo aquí, al acabar la parte subjetiva del tipo, junto con las otras clases de error y a continuación de las mismas.

Como supuesto de error de prohibición en el delito de iniciados, la doctrina española suele plantear el caso del sujeto que no sabe que le está prohibido, por razón de su relación profesional, operar en el mercado utilizando determinadas informaciones⁴⁶⁶,

⁴⁶⁵ Así, LUZÓN PEÑA, Curso, 1997, 466, 467; por el contrario, en la doctrina española hay quienes, como MIR PUIG (DP PG, 2008, 552, 558) defienden la teoría del dolo, absolutamente minoritaria en Alemania. En tal sentido, este autor sostiene que el art. 14.3 CP no acoge, necesariamente, la teoría de la culpabilidad, por lo que –a su juicio– también podría interpretarse desde el prisma de una teoría del dolo matizada por la admisión de un distinto tratamiento del error excluyente del dolo natural y del error que no excluye el dolo natural, sino que sólo impide que éste se convierta en *dolos malus*.

⁴⁶⁶ Vid. GONZÁLEZ CUSSAC, CPC (37), 1989, 146; LOPEZ PEREGRÍN, APen, 1993, 438; RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal, 2002, 122, sugiere que la aplicación de la normativa administrativa del mercado de valores a través de los denominados “Acuerdos privados”, podrían generar posibles errores de prohibición, cuando dichos acuerdos sean contrarios a la norma penal o creen marcos de tipicidad distintos.

aunque hay quienes –como *MARTÍN PALLÍN*– consideran que es muy difícil que un operador del mercado de valores pueda alegar error de prohibición⁴⁶⁷.

Como es sabido, la regulación del error de prohibición contenida en el art. 14.3 CP establece una rebaja obligatoria de pena (1 o 2 grados) cuando el error fuera vencible, declarando la exención de responsabilidad criminal en los supuestos de error invencible. La solución ofrecida por esta norma ha sido criticada por los efectos prácticos que genera en el conjunto del Derecho penal económico. En este sentido, *BAJO* sostiene que esta regulación parte del supuesto de la escasa posibilidad de un error de prohibición en los delitos tradicionales “en los que la conciencia de la antijuridicidad forma parte del conjunto de reglas éticas que regulan el comportamiento ordinario del sujeto, tales como el homicidio, la falsedad, el robo o la violación”; sin embargo, sostiene que en el ámbito del Derecho administrativo y en el Derecho penal económico, en los que la conciencia de la antijuridicidad está supeditada al conocimiento de la norma, la extensión del castigo a todos los casos de error de prohibición vencible supone una vulneración del principio de intervención mínima y un abuso del *ius puniendi* por parte del legislador⁴⁶⁸.

En consecuencia, *BAJO* sugiere que no es necesario esperar la reforma de dicho precepto para salvar los efectos negativos que se producen en materia de delitos económicos, por lo que –en atención al juicio moral o ético social sobre el comportamiento humano que rige en la sociedad española– debe presumirse que la aplicación de la norma al caso concreto estará condicionada por esta mentalidad al momento interpretar los elementos valorativos que determinan la vencibilidad o invencibilidad del error, de manera que –desde esta perspectiva– habría que admitir la impunidad del error vencible de prohibición cuando se trate de delitos en los que la conciencia de la antijuridicidad dependa del conocimiento de la norma, lo que determinará ya el carácter invencible del error⁴⁶⁹.

⁴⁶⁷ *MARTÍN PALLÍN*, CuadDJ (14), 1997, 155.

⁴⁶⁸ Cfr. *BAJO FERNÁNDEZ*, El error de prohibición, 2002, 5496; así tb., críticamente, *TORÍO LÓPEZ*, El error evitable de prohibición, 1980, 262, en alusión al PCP/1980.

⁴⁶⁹ *BAJO FERNÁNDEZ*, El error de prohibición, 2002, 5496.

IV. Causas de justificación

No existen impedimentos para apreciar alguna de las causas de justificación reguladas en el art. 20 CP, principalmente la del cumplimiento de un deber, ejercicio legítimo de un derecho, oficio o cargo, recogida en el inciso 7° del art. 20 CP⁴⁷⁰. Pero es que ya en el ámbito administrativo está prevista la exención de responsabilidad por suministro de información privilegiada, cuando el sujeto la comunique a terceros en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o cargo⁴⁷¹.

⁴⁷⁰ Cfr. HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 192; EIRANOVA ENCINAS, Abuso de mercado, 2005, 648; MESTRE DELGADO, DP PE, 2001, 360. En contra, BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 374, sostiene que en principio no es aplicable ni tan siquiera de un modo hipotético la posibilidad de la concurrencia de una causa de justificación que permita considerar el hecho típico conforme a derecho en una valoración global del mismo.

⁴⁷¹ Cfr. art. 81, 2, b) LMV.

CAPÍTULO IV
ITER CRIMINIS, CODELINCUENCIA Y PROBLEMAS CONCURSALES

Sección primera

Formas imperfectas de ejecución

I. Punibilidad de la tentativa

La admisibilidad o no del castigo de la tentativa en las operaciones de iniciados depende, como se ha visto, de la consideración de la cuantía del beneficio–perjuicio como resultado típico o como condición objetiva de punibilidad, aunque –como hemos apuntado– hay quienes, por un lado, niegan las formas imperfectas de ejecución pese a defender que la cuantía constituye un resultado material¹ o, quienes, por otro lado, admiten la tentativa pero con restricciones².

Con todo, las distintas posiciones planteadas en la doctrina en torno a la punibilidad de la tentativa son directamente proporcionales a los diversos pronunciamientos sobre la naturaleza dogmática del beneficio–perjuicio. Así, admite la tentativa el sector que defiende la calificación de la cuantía como resultado típico³, a diferencia de quienes deducen la impunidad de las formas imperfectas de ejecución sea por considerar que el merecimiento de pena está supeditado al cumplimiento de la condición objetiva de

¹ Así, BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 527.

² En este sentido, FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 148, exigen -para el castigo de la tentativa- que el iniciado hubiera dado inicio a la ejecución del delito mediante actos que objetivamente deberían producir la cuantía requerida en el tipo, para lo cual será preciso –a juicio de los autores- un juicio *ex post* para valorar el importe que hubiera podido alcanzar el beneficio–perjuicio y así determinar si la operación iba dirigida a superar el límite cuantitativo; así tb., BENÍTEZ ORTÚZAR, Relevancia jurídico-penal del insider trading, 2005, 99, 100.

³ FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 118; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 248; VAZQUEZ IRUZUBIETA, Código Penal Comentado, 1996, 433; SERRANO GÓMEZ, DP PE, 1996, 526; DP PE, 2003, 503; SUÁREZ GONZÁLEZ, Compendio, 1998, 553; GONZÁLEZ RUS, Compendio, 2000, 517; DPE PE, 2005, 604; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE, 2002, 125; DP PE, 2004, 586; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 205; SERRANO GÓMEZ, DP PE, 2003, 503; LUZÓN CANOVAS, Abuso de información privilegiada, 2005, 12; RUBIO LARA, Parte especial, 2006, 85; LÓPEZ PEREGRÍN, APen, 1993, 437, en alusión a la cuantía del art. 305 PCP/1992.

punibilidad⁴, o porque entienden que, al estar configurado como un delito de peligro, el *insider trading* no admite la tentativa⁵.

A mi juicio, no hay obstáculos para admitir el castigo de la tentativa; sin embargo, habrá que superar los inconvenientes que supone, en primer lugar, la constatación de que la operación estaba orientada a alcanzar una cuantía superior a 600.000 euros (dolo directo) o aceptaba esa posibilidad (dolo eventual) y, en segundo lugar, la determinación del monto exacto de dicha cuantía a los efectos de calcular el importe de la multa⁶.

En este ámbito, particular atención merece la ley alemana sobre *insider trading*, ya que establece expresamente –a diferencia de la regulación inicial del delito de iniciados– que la tentativa de compra o venta de títulos valores mediante la utilización de información privilegiada es punible de conformidad con el § 38 ap. 3 WpHG, lo que a juicio de BERGMANN/DREES implica una notable variación agravatoria de la norma respecto de la configuración inicial de esta figura delictiva⁷. La razón del por qué el legislador alemán ha establecido expresamente el castigo de la tentativa, es que el tráfico de información privilegiada contenido en el § 38 WpHG está configurado como una falta y, a la luz de los §§ 12, 23 ap. 2 StGB, en estos casos la tentativa sólo es punible cuando la ley así lo prevé.

⁴ MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 220; LANDECHO VELASCO/MOLINA BLÁZQUEZ, DP PE, 1996, 260; ROBLEDO VILLAR, Delitos contra el patrimonio, 1997, 400; MESTRE DELGADO, DP PE, 2001, 361. En contra, JORNADA DE POZAS, Código Penal, 1997, 2991, 2992, quien admite la punibilidad de la tentativa, pese a que defiende la posibilidad de concebir la cuantía del beneficio-perjuicio como condición objetiva de punibilidad; así tb., BAUCCELL LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), Comentarios, 2004, 1058.

⁵ Así, LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, en: Bacigalupo (dir.), Curso, 2005, 366; EIRANOVA ENCINAS, Abuso de mercado, 2005, 647; MARTÍN PALLÍN, CuadDJ, 1997, 157, defiende la impunidad de la tentativa por entender que el tipo está configurado como un delito de mera actividad; en el mismo sentido, HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 205. En contra, GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 432, 433, defiende la posibilidad de apreciar sólo la tentativa inacabada pese a que considera que el delito de iniciados está configurado como un delito de peligro abstracto. A su juicio, pues, habrá tentativa cuando se realicen actos encaminados a utilizar la información privilegiada; sin embargo, admite que no alcanza a identificar un supuesto en el que se dé comienzo a la ejecución y no se practiquen todos los actos ejecutivos necesarios para la consumación, por lo que –en su opinión– debe excluirse por completo la posibilidad de la tentativa en el delito de iniciados.

⁶ Así, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1392; DPE, 2002, 125; DPE PE, 2005, 306; TERRADILLOS BASOCO, Protección penal del mercado financiero, 1998, 176; Empresa y Derecho Penal, 2001, 238; en parecidos términos, GÓMEZ PAVÓN, ICADE, 1997, 254.

⁷ BERGMANN/DREES, StraFo (9), 2005, 369.

Por último, desde el punto de vista gramatical consideramos necesario hacer una matización en torno a la tentativa, y es que ¿cómo puede explicarse que existe **tentativa** de uso o suministro de información cuando el iniciado efectivamente ha utilizado o suministrado la información relevante sin alcanzar la cuantía del beneficio-perjuicio típico? A nuestro juicio, dicha contradicción *in terminis* puede salvarse asignando al delito del art. 285 CP un *nomen iuris* que exprese perfectamente el resultado típico y la acción que lo provoca; así pues, podría hablarse de “alteración (o perturbación) del mercado bursátil (o de valores) por uso indebido de información privilegiada”, ya que la alteración del mercado de valores expresa cabalmente el daño al bien jurídico colectivo, que no necesariamente tiene que ser perjuicio (daño emergente) para patrimonios particulares, sino sólo lucro cesante para ellos y beneficio indebido para los beneficiarios de las operaciones con información privilegiada.

En este sentido, pues, si al delito se lo denominara mayoritariamente así (o con fórmulas similares, como p. ej. “uso indebido de información privilegiada perturbadora del mercado de valores”), entonces sería obvio que habría tentativa y no consumación cuando se ejecuta el uso o suministro de información privilegiada, pero no se llega a producir la alteración del mercado en la cuantía relevante para el injusto penal, para la prohibición penal⁸.

II. Consumación

En el ámbito de la consumación se plantean así mismo interesantes problemas que afectan fundamentalmente al cómputo de los plazos para la prescripción⁹. En este sentido, vuelven a encontrarse posiciones divididas en cuanto al momento de perfección del *insider trading*; así, aunque un amplio sector entiende que el delito se consuma en el momento en que el sujeto obtiene el beneficio superior a 600.000 euros u ocasiona un

⁸ Así lo ha señalado, LUZÓN PEÑA en reuniones de trabajo realizadas en el mes de abril del año 2010.

⁹ En efecto, el establecimiento del momento consumativo del *insider trading* fue determinante en el “Caso Alierta”, donde el mismo Fiscal General del Estado, en un oficio dirigido al Fiscal Jefe de la Fiscalía Anticorrupción en diciembre de 2002, manifestó sus dudas respecto de la existencia de un delito de iniciados y sobre la oportunidad procesal de su persecución, alegando respectivamente: la inexistencia del objeto material (información privilegiada) y, la prescripción del delito debido a que —a su juicio— la consumación se produjo en el momento en que la información se hizo pública; en parecidos términos, QUINTANAR DÍEZ, CPC, 2006, 159. En contra de esta postura, *vid.*, ampliamente, GIMBERNAT, El “caso Alierta”, en: El Mundo (Opinión), 18 diciembre de 2002.

perjuicio de igual suma¹⁰, pueden –a su vez– apreciarse otros criterios de determinación¹¹, a saber: a) que el tipo se perfecciona con la simple emisión de la orden para ejecutar la operación¹² o cuando se suministra la información relevante¹³, b) que el momento consumativo se produce cuando la operación ha sido efectivamente ejecutada¹⁴, c) que la consumación existe con la máxima revalorización de los títulos si aún se encuentran en el patrimonio del iniciado (supuesto de compra), d) que hay consumación sólo si se produce la liquidación de la inversión, e) que el delito se consuma al producirse el cambio del curso previsto en las operaciones, sin que sea necesaria la materialización de la ventaja económica¹⁵ o, f) que habrá consumación

¹⁰ En este sentido, SERRANO GÓMEZ, DP PE, 1996, 526; DP PE, 2003, 503; MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 215; VAZQUEZ IRUZUBIETA, Código Penal Comentado, 1996, 433; ROBLEDO VILLAR, Delitos contra el patrimonio, 1997, 400; GÓMEZ PAVÓN, ICADE, 1997, 254; SUÁREZ GONZÁLEZ, Compendio, 1998, 553; TERRADILLOS BASOCO, Protección penal del mercado financiero, 1998, 177; Empresa y Derecho Penal, 2001, 238; CALDERÓN CEREZO, DP PE, 1999, 875; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 527; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 204, 205; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 148; MUÑOZ CONDE, DP PE, 2004, 521; BAUCCELL LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), Comentarios, 2004, 1059; LUZÓN CANOVAS, Abuso de información privilegiada, 2005, 10; RUBIO LARA, Parte especial, 2006, 85; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (Coord.), Comentarios, 1996, 1392; DPE, 2002, 124; DP PE, 2004, 586; DPE, 2005, 305; DP PE, 2008, 490, delimita la consumación, más concretamente, al momento de producirse la variación en la cotización de los valores: sea una subida de valor (con la correlativa ganancia debida a la previa compra a menor precio), sea una bajada de valor (con la consiguiente evitación de una pérdida gracias a la previa venta a precio original); sin embargo, exige que la variación de la cotización ocasione el beneficio-perjuicio típico; así tb., concretando aún más el momento de perfección del delito, GIMBERNAT, El “caso Alierta”, en: El Mundo (Opinión), 18 diciembre de 2002, considera que la consumación puede producirse o bien cuando el valor alcanza su máxima revalorización si permanece aún en el patrimonio de los autores o cuando se efectúa la venta de las acciones; FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 119, en alusión al art. 281 PCP/1994; en atención al *insider trading* en la legislación peruana, REYNA ALFARO, Protección penal del mercado de valores, 2001, 56; HURTADO POZO, Der Mißbrauch von Insider-Informationen, 1994, 421, refiriéndose a la legislación suiza. En contra, GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 431.

¹¹ Vid. oficio enviado por el Fiscal General del Estado al Fiscal Jefe de la Fiscalía Anticorrupción, con fecha 13 de diciembre de 2002, donde exponía sus puntos de vista sobre la admisibilidad de cuatro posibles criterios para determinar el momento de la consumación del delito en el “Caso Alierta”.

¹² En este sentido, GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 430, 431; así tb., MARTÍN PALLÍN, CuadDJ, 1997, 157; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 205.

¹³ Así, LANDECHO VELASCO/MOLINA BLÁZQUEZ, DP PE, 1996, 261; EIRANOVA ENCINAS, Abuso de mercado, 2005, 647.

¹⁴ MARTÍN PALLÍN, CuadDJ, 1997, 157; RUIZ RODRÍGUEZ, en: Arroyo Zapatero/Berdugo Gómez de la Torre/Ferré Olivé/García Rivas/Serrano Piedecabras/Terradillos Basoco (dirs.), Comentarios, 2007, 633. En contra, GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 430.

¹⁵ Así, HURTADO POZO, Der Mißbrauch von Insider-Informationen, 1994, 422, en alusión al delito de iniciados en el Código penal suizo, advierte que en caso de que no hubiera una variación del curso –según lo había previsto el iniciado– el delito no se consuma, pero se estaría frente a una tentativa punible.

desde el momento en que la información se ha hecho pública y los inversores hayan podido acceder a ella en igualdad de condiciones¹⁶.

No todos los criterios aportados anteriormente están orientados exclusivamente a las operaciones de compra de títulos con ulterior plusvalía, sino que también pueden ser aplicados, en principio, para determinar el momento de la consumación en las operaciones de venta de títulos con ulterior minusvalía, siempre que se admita –eso sí– que la evitación de pérdidas forma parte del concepto de beneficio *lato sensu*. En tal sentido, a la luz de las consideraciones propuestas, no habrá mayores problemas para discutir la posibilidad de consumación al momento de la orden de venta (a) o la venta efectiva de los títulos (b); sin embargo, el parangón del caso c) estaría constituido por la caída del precio de las acciones adquiridas por el *outsider* al publicarse la información privilegiada, momento en el que el iniciado habría sufrido un perjuicio económico de no haber sido por la venta de sus títulos¹⁷.

La primera de las soluciones propuestas, esto es, que la consumación se presenta cuando se produce el beneficio-perjuicio superior a 600.000 euros, ha sido defendida incluso por algunos partidarios de dicho límite cuantitativo como condición objetiva de punibilidad¹⁸. Sobre esta última posición se han pronunciado críticamente, *GÓMEZ INIESTA* y *LUZÓN CANOVAS* por considerar que el decantarse por la existencia de una condición objetiva debería conducir a defender que, en realidad, el delito se consuma al infringirse la norma, aunque la imposición de la pena se haga depender de factores ajenos a la voluntad del agente, por lo que –desde esta perspectiva– la ejecución de la

¹⁶ Cfr. al respecto, MONTES ÁLVARO, El delito de información privilegiada, 2004, 1240. En contra de esta postura, GIMBERNAT [El “caso Alierta”, en: El Mundo (Opinión), 18 diciembre de 2002] sostiene que de acuerdo con esta tesis el tipo del art. 285 CP sería de imposible ejecución, ya que “la evolución del alza de un determinado valor se produce a lo largo de las semanas y de los meses siguientes”, por lo que si se parte de la base de que la consumación se produce cuando la información deja de ser privilegiada, el beneficio difícilmente podría alcanzar, en un solo día, la cuantía exigida en el tipo, “siendo igual a cero si el dato se hace público cuando el mercado de valores está ya cerrado, por la hora o porque se produce en un fin de semana o en una fiesta”.

¹⁷ En el mismo sentido, HURTADO POZO, Der Mißbrauch von Insider-Informationen, 1994, 421, 422.

¹⁸ Así, MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 220; ROBLEDÓ VILLAR, Delitos contra el patrimonio, 1997, 400; BAUCCELLS LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), Comentarios, 2004, 1058.

operación y la obtención de beneficios constituirían supuestos de *agotamiento* de la conducta típica¹⁹.

Por su parte, *RUIZ RODRÍGUEZ* expone una serie de cuestiones que afectan a la consumación del delito y que se derivan de la naturaleza dogmática del límite cuantitativo como condición objetiva de punibilidad o como resultado típico. Así, sostiene que si se defendiera que la cuantía del beneficio-perjuicio constituye un resultado del tipo, la consumación del delito no se produciría hasta que el resultado alcance la cantidad legalmente prevista. Esta tesis conduciría –a su juicio– a la siguiente situación: como la consumación depende de la fijación de la cuantía y la operación puede ser sólo una, para saber cuándo se produce el resultado habría que determinar qué cambio en el valor bursátil va a servir para fijar el resultado. De esta forma, si se adquieren títulos valores con información privilegiada y en los diez días siguientes a la publicación de la información la cotización de dichos títulos sube un 5% cada día, hay que precisar cuando se consuma el delito: a) si el primer día en que el público dispone de la información o b) cuando se obtengan todos los beneficios por el uso de la información privilegiada. En este sentido, pues, si se adopta el segundo criterio, dadas las oscilaciones del mercado, el sujeto puede obtener beneficios o sufrir perjuicios según el día en que se vaya a entender que se consuma el delito, lo cual descarta por absurda esta forma de consumación. En cambio, si se tomara como criterio el día en que se publica la información, implicaría que si en días posteriores se producen notables cambios en la cotización como consecuencia de la publicidad de la información, el sujeto aprovecharía la ventaja obtenida previamente con la información para obtener mayores beneficios²⁰.

En definitiva, pues, siguiendo su tesis mixta de resultado (beneficios-perjuicios inferiores a 600.000 euros) más condición objetiva de punibilidad (beneficios-perjuicios superiores a 600.000 euros), el citado autor llega a la conclusión de que la consumación se producirá cuando se produzca la variación de la cotización en la primera sesión debido a la publicación de la información reservada, apreciándose la producción de un

¹⁹ GÓMEZ INIESTA, *La utilización abusiva de información privilegiada*, 1997, 431; LUZÓN CANOVAS, *Abuso de información privilegiada*, 2005, 9; así tb., BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), *Comentarios*, 1999, 373, quien pese a defender que el beneficio-perjuicio es una condición objetiva de punibilidad, sostiene que el delito se consuma con la simple conducta del sujeto.

²⁰ Cfr. *RUIZ RODRÍGUEZ*, *Protección penal*, 2002, 154.

beneficio o un perjuicio. De otro lado, la determinación del límite de los 600.000 euros, al ser una condición objetiva de punibilidad, podría calcularse –a su juicio– en un periodo de tiempo mayor, que sería aquel en el que se determinase que la información publicada aún está ejerciendo influencia relevante en la cotización del valor. Lo anterior permitirá –en su opinión– no hacer depender la consumación de la oscilación de los valores y poder calcular la condición de intervención atendiendo a su naturaleza de hecho futuro, objetivo e incierto²¹.

1. Valoración crítica y toma de postura

En primer lugar, supeditar la consumación de las operaciones de iniciados a la obtención de un beneficio o la causación de un perjuicio implica afrontar el problema de determinar qué tratamiento habrá que aplicar en aquellos supuestos en los que el beneficio-perjuicio no se materializa, pero que hay plena certeza de que el *insider* ha utilizado o suministrado información privilegiada. La solución a esta problemática conduce –según MUÑOZ CONDE– a valorar el importe que hubiera podido alcanzar el beneficio y en función de ese cálculo imponer la pena inferior en grado que corresponde a la tentativa o frustración. Desde esta perspectiva, pues, las conductas de uso o suministro de información privilegiada que no supongan obtención de ganancias ni causación de perjuicios, lejos de ser impunes, deberán castigarse a través de las formas imperfectas de ejecución²².

Por su parte, la ubicación de la consumación del delito en el momento en que el iniciado *emite* la orden de compra-venta puede conducir a resultados insatisfactorios, pues de ser así, habría que ejercer la acción penal contra el iniciado que emite la orden, con independencia de si el intermediario por las razones que sean la ejecuta o no²³. Evidentemente, esta incoherencia tendría lugar siempre que se defiende –como hace un

²¹ RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal, 2002, 155.

²² Cfr. MUÑOZ CONDE, Uso indebido de información privilegiada, 1991, 34, en alusión al derogado art. 368 CP/1973 referido al uso indebido de secretos e información privilegiada; en el mismo sentido, LÓPEZ PEREGRÍN, APen, 1993, 437; así tb. en relación con la regulación actual, FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 119; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 148.

²³ HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 205, aunque defiende que la consumación se produce con la emisión de la orden, advierte que no habría uso de información privilegiada si la información se hiciera pública entre el momento en que se da la orden y cuando ésta se cumple.

importante sector— que el límite cuantitativo de los 600.000 euros constituye un resultado del tipo; no así para quienes admiten la existencia de una condición objetiva de punibilidad, pues en estos casos la consumación no suele identificarse —salvo algunas excepciones— con el cumplimiento de la condición, que sólo incide en la imposición de la pena²⁴.

2. Consumación y lugar de comisión del delito

Por otro lado, la determinación del momento de perfección del delito también tiene especial importancia a efectos jurisdiccionales, sobre todo cuando las operaciones de iniciados se producen en mercados financieros internacionales. Así, por ejemplo, pensemos en el caso del *insider* que ordena o ejecuta la compra—venta de títulos desde España, pero que los beneficios—perjuicios de la operación se producen en la plaza financiera de otro país²⁵. En estos casos —sostiene MARTÍN PALLÍN— la determinación del momento consumativo dependerá de la configuración típica del delito de iniciados, de forma tal que si admitimos que el tipo es de mera actividad el delito debe entenderse consumado en España y si, por el contrario, defendemos la calificación del tipo como delito de resultado habría que afirmar que la consumación se produce en el extranjero²⁶.

²⁴ Sobre esta cuestión, MARTÍN PALLÍN, CuadDJ, 1997, 157, asume una posición un tanto confusa, ya que, por un lado, admite que la cuantía de los 600,000 euros es una condición objetiva, pero al mismo tiempo, plantea la posibilidad de castigar por un delito consumado cuando el sujeto simplemente emite la orden, sin importar si el intermediario la cumple. Finalmente, defiende la atipicidad de estos supuestos, pero lo hace invocando dificultades probatorias en orden a determinar que la operación estaba dirigida a alcanzar el beneficio típico.

²⁵ HERNÁNDEZ SAIZ, APen (9), 1997, 205, propone el ejemplo del iniciado que telefona desde España a un agente de bolsa norteamericano, para orientarle que compre acciones de una compañía norteamericana en la Bolsa de Nueva York. Para la autora, si partimos del criterio de la actividad, la acción se entendería cometida en territorio español si la orden se ejecuta dentro del mismo; no obstante, considera excesivo aplicar este criterio al ejemplo propuesto. Por su parte, HURTADO POZO, Der Mißbrauch von Insider-Informationen, 1994, 422, defiende que de acuerdo con el criterio de la ubicuidad (art. 7 CP suizo), interpretado en sentido amplio, basta que uno de los aspectos del comportamiento delictivo o el resultado (beneficio económico) hayan sido realizados en Suiza para que le sea aplicable la ley helvética de conformidad con el principio de territorialidad (art. 3 CP). En tal sentido, el hecho de comunicar, desde Suiza al extranjero, una información sobre un hecho confidencial implica que, en parte, la conducta típica se ha desarrollado en territorio helvético y que, en consecuencia, Suiza es competente para reprimir al responsable con arreglo a la ley Suiza. Por el contrario, el autor considera que no se aplica la legislación helvética cuando el receptor de la información privilegiada en Suiza, realiza sus operaciones en el extranjero, salvo que se trate de un ciudadano suizo (en aplicación de principio personalidad activa).

²⁶ Cfr. MARTÍN PALLÍN, CuadDJ, 1997, 157; HERNÁNDEZ SAIZ, APen (9), 1997, 205.

Sin embargo, según la teoría mayoritaria²⁷ para determinar el lugar de comisión del delito, cuestión no regulada legalmente (a diferencia del momento de comisión del delito, regulado parcialmente en el art. 7 CP), rige la teoría de la ubicuidad y por ello en el ejemplo propuesto el delito se entiende consumado tanto en el lugar de la actividad, España, como en el extranjero donde se produce el resultado de beneficio-perjuicio.

Por otra parte, aunque el art. 285 CP no hace referencia expresa a si la persecución penal del *insider trading* se extiende sólo a los mercados nacionales o a cualquier otro mercado internacional, lo cierto es que en virtud del principio de territorialidad de la ley penal –procedente de la ideas liberales de la revolución francesa– el ámbito de aplicación del delito de iniciados se circunscribe a las operaciones bursátiles llevadas en cabo en los mercados de valores españoles. Se castigan, pues, las prácticas fraudulentas que afectan a los mercados españoles²⁸ (al margen de la excepción acabada de indicar de punición sólo de los actos en España en virtud del principio de ubicuidad).

Podría plantearse, sin embargo, la posibilidad de aplicación extraterritorial de la ley penal española a hechos cometidos en el territorio de otro Estado siempre que la conducta encaje en uno de los supuestos previstos en el art. 23.3 LOPJ que consagra el principio real o de protección de intereses, en virtud del cual la ley penal de un Estado puede aplicarse a hechos cometidos fuera de su territorio siempre que afecten intereses o

²⁷ Cfr. entre otros, LUZÓN PEÑA, Curso, 1997, 210.

²⁸ En este sentido, HERNÁNDEZ SAIZ, APen (9), 1997, 206, quien no obstante advertía que la ley española sí podía aplicarse, de conformidad con el actualmente derogado art. 5 de la Directiva 89/592, de 13 noviembre, en caso de que las negociaciones se realizaran sobre valores admitidos a negociación en el mercado de un Estado miembro de la Unión Europea. A nuestro juicio, la cláusula contenida en el referido art. 5, no constituía una excepción de aplicación extraterritorial de la ley penal, sino que simplemente constreñía a los Estados a prohibir las prácticas fraudulentas en sus propios mercados y que además pudieran incidir negativamente sobre los títulos admitidos a cotización en un Estado miembro de la Unión Europea. Por su parte, en la regulación comunitaria actual el art. 10, a), b) de la Directiva 2003/6/CE, de 28 de enero, dispone que cada Estado debe aplicar las prohibiciones y requisitos de la Directiva a: “a) las actuaciones llevadas a cabo en su territorio o fuera de él que se refieran a instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado situado o que opere en su territorio o para lo que haya cursado una solicitud de admisión a negociación en dicho mercado, b) las actuaciones llevadas a cabo en su territorio en relación con instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado de un Estado miembro o para los que se haya cursado una solicitud de admisión a negociación en dicho mercado. De esta cláusula tampoco se puede extraer una conclusión que conlleve a afirmar la extraterritorialidad de la ley penal en materia de *insider trading*, pues se trata simplemente de una disposición de carácter general que marca las directrices para la protección de las plazas financieras europeas frente a prácticas fraudulentas, pero que en modo alguno sugiere la aplicación del art. 285 CP a hechos cometidos fuera del territorio español.

bienes jurídicos importantes para dicho Estado²⁹; en tal sentido, el literal h) posibilita la aplicación de la ley penal española a hechos cometidos fuera de su territorio cuando la conducta es realizada en el ejercicio de sus funciones por funcionarios públicos españoles residentes en el extranjero.

Sección segunda

Autoría y participación

I. Cuestiones liminares

En materia de codelincuencia pueden plantearse, a la luz de la regulación española del *insider trading*, interesantes y complejas cuestiones que han sido ampliamente debatidas por la doctrina, entre las que destacan por su especial relevancia práctica: a) el tratamiento jurídico-penal de la participación de *extranei* en delitos especiales, con sus respectivas cuestiones, v. gr., la figura de la autoría mediata por utilización de “instrumento doloso no cualificado”, la autoría mediata del *extraneus* o las actuaciones “en nombre de otro” y; b) los supuestos de participación omisiva. Algunos de estos supuestos, que durante años fueron resueltos por vía doctrinal o jurisprudencial, han alcanzado en la actualidad el ansiado reconocimiento legislativo –muchas veces demandado por la comunidad científica– a través de, por ejemplo, la introducción de cláusulas generales como la del “actuar en nombre de otro” (art. 31.1 CP), la penalidad de *extranei* que intervienen en delitos especiales (art. 65.3 CP) o la introducción de cláusulas específicas como la relativa a la actuación por persona interpuesta³⁰; sin embargo, como tendremos oportunidad de exponer, este importantísimo avance legislativo no ha sido suficiente –a juicio de algunos– para dar solución a todos los casos problemáticos³¹.

²⁹ Sobre las excepciones generales al principio de territorialidad y, especialmente, sobre el principio real o de protección, *vid.* RODRÍGUEZ MOURULLO, DP PG, 1978, 161 ss; RODRÍGUEZ DEVESA/SERRANO GÓMEZ, DP PG, 1995, 226 ss; LUZÓN PEÑA, Curso, 1997, 205 ss; MUÑOZ CONDE/GARCÍA ARÁN, DP PG, 2004, 157 ss; LANDECHO VELASCO/MOLINA BLÁZQUEZ, DP PG, 2004, 161 ss; ZUGALDÍA ESPINAR, DP PG, 2004, 334.

³⁰ Así, por ejemplo, se introduce esta cláusula en el delito de cohecho (art. 419 CP), el delito de negociaciones y actividades prohibidas a los funcionarios públicos (arts. 439, 441 CP) y en el delito de uso de información privilegiada (art. 285 CP).

³¹ Cfr. al respecto, la tesis de ROBLES PLANAS, La participación en el delito, 2003, 220 ss, sobre la impunidad del *extraneus* que participa en un delito especial.

Antes de analizar las soluciones legales que en materia de codelinuencia pueden extraerse de la regulación penal del *insider trading*, conviene exponer los distintos problemas que pueden suscitarse en materia de autoría y participación en los delitos especiales en general y, en especial, en el ámbito concreto de las operaciones con información privilegiada.

1. *La participación de “extranei” en delitos especiales. Planteamiento general de la cuestión*

Es lugar común, en la dogmática de los delitos especiales como el que nos ocupa, el análisis de los problemas que suscita la intervención de sujetos no cualificados, bien sea colaborando con el *intaneus* en la ejecución del delito, o realizando directamente el hecho a solicitud del sujeto especialmente cualificado. En el campo específico del delito de iniciados, este problema podría plantearse cuando, por ejemplo, el *insider* induce a un *extraneus* a realizar operaciones con información privilegiada de las que se benefician ambos o cuando un *extraneus* obtiene la información privilegiada por vías delictivas (v. gr., amenazando al sujeto cualificado o simplemente induciéndole a error) o, finalmente, cuando tanto el *intraneus* como el *extraneus* codeterminan el curso de las operaciones con información relevante, procurándose así jugosas ganancias. Veamos, pues, el proceso evolutivo de estas cuestiones en la dogmática penal y las soluciones doctrinales, jurisprudenciales y legislativas asumidas hasta nuestros días.

- a) El *intraneus* que “utiliza” a un *extraneus* para la realización de un delito especial: la tesis del instrumento doloso no cualificado

En principio, en los delitos especiales propios como el *insider trading* podría plantearse una laguna de punibilidad cuando el *intraneus* induce a un *extraneus* que actúa libre y dolosamente a ejecutar la conducta descrita en el tipo especial respectivo. En tal supuesto, el sujeto no cualificado estaría excluido del círculo de posibles autores del delito especial, por lo que su conducta sería atípica; el *intraneus* por su parte no podría ser considerado inductor, ya que el principio de accesoriedad limitada de la participación exige que el sujeto intervenga en la ejecución de un hecho típicamente antijurídico. Para

salvar esta laguna de punibilidad, un sector doctrinal recurre a la figura de la autoría mediata por utilización de un “instrumento doloso no cualificado” (*qualificationslosen dolosen Werkzeug*)³², en virtud de la cual el *intraneus* respondería como **autor mediato** del hecho, precisamente por ser el único que ostenta la especial cualidad requerida en el tipo, mientras que el *extraneus* sería sólo partícipe del mismo³³.

Así pues, a través de esta formulación se califica de autoría mediata una conducta que en general sería constitutiva de inducción³⁴. Hay que insistir nuevamente en que –como señala *QUINTERO*– es lógico que esta construcción se aplique al ámbito de los delitos especiales propios, ya que en los impropios delitos especiales el “instrumento doloso” pasaría a ser autor directo de un delito común³⁵.

En términos generales, la figura del instrumento doloso no cualificado es defendida por los partidarios del concepto subjetivo de autor, quienes entienden que lo determinante para la autoría del hecho es el ánimo con que actúa el sujeto, de tal forma que será autor quien tenga *animus auctoris* y, partícipe, quien actúa con *animus socci*. A la luz de esta formulación, pues, el *intraneus* que induce a un sujeto no cualificado a que realice un delito especial actúa con *animus auctoris* y, en consecuencia, deberá responder como autor del delito especial respectivo. Como es sabido, no obstante, la teoría subjetiva ha

³² El origen de la discusión sobre el instrumento doloso surgió a raíz de una resolución dictada el 17 de octubre de 1872 por el Tribunal Superior de Prusia. Dicha resolución versaba sobre un caso de “instrumento doloso carente de la especial intención”, y en ella se estableció que “la punibilidad, como autor, de quien se sirve de otra persona como de un instrumento, no se excluye por el hecho de que esta última actúe dolosamente”. Cfr. al respecto, RODRÍGUEZ MOURULLO, ADPCP, 1969, 469 n. 30.

³³ *Vid.* más ampliamente, sobre la tesis del instrumento doloso no cualificado, ANTÓN ONECA, DP PG, 1949, 436, 437; DP, 1986, 470; GIMBERNAT ORDEIG, Autor y cómplice, 1966, 260 ss, 296; RODRÍGUEZ MOURULLO, ADPCP, 1969, 469 ss; QUINTERO OLIVARES, Los delitos especiales, 1974, 97 ss; RUIZ ANTÓN, El agente provocador, 1982, 166 ss; GÓMEZ BENÍTEZ, DP PG, 1984, 158; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, Autoría y participación, 1996, 186; OLAIZOLA NOGALES, El delito de cohecho, 1999, 198 ss; FERRÉ OLIVÉ, Autoría y delitos especiales, 2001, 1019 ss; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 390, 391; SUÁREZ SÁNCHEZ, Autoría, 2007, 499-506.

³⁴ Así, GIMBERNAT ORDEIG, Autor y cómplice, 1966, 262; RODRÍGUEZ MOURULLO, ADPCP, 1969, 470, 474; RUIZ ANTÓN, El agente provocador, 1982, 167; GÓMEZ BENÍTEZ, DP PG, 1984, 157; COBO DEL ROSAL/VIVES ANTÓN, DP PG, 1996, 678; DP PG, 1999, 750; HERNÁNDEZ PLASENCIA, La autoría mediata, 1996, 310; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 423; BOLEA BARDÓN, Autoría mediata, 2000, 441; FERRÉ OLIVÉ, Autoría y delitos especiales, 2001, 1920, 1025; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 390.

³⁵ Cfr. RODRÍGUEZ MOURULLO, ADPCP, 1969, 475; QUINTERO OLIVARES, Los delitos especiales, 1974, 98; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, Autoría y participación, 1996, 186; BOLEA BARDÓN, Autoría mediata, 2000, 437.

sido cuestionada con razón bajo el argumento de que la ausencia de la cualidad especial en el ejecutor no implica necesariamente la presencia de *animus auctoris* en el instigador, quien perfectamente podría haber actuado con *animus socci*. A esta objeción se suma, así mismo, la dificultad probatoria de determinar el ánimo con el que actúa el sujeto³⁶. Y sobre todo, es decisiva la objeción de que el mero ánimo subjetivo no puede cambiar la cualidad objetiva de su actuación, que si es determinante o decisiva y realiza el tipo no podrá dejar de ser autoría por mucho que el sujeto tenga una voluntad subordinada y a la inversa³⁷.

Entre las críticas a las que se enfrenta la autoría mediata por instrumento doloso destaca, fundamentalmente, la relativa a la cuestión lingüística advertida por *BELING*, quien señaló que conforme al lenguaje corriente una persona que obra dolosamente no puede considerarse instrumento de otra, ya que “la caracterización de una persona como «instrumento» significa una negación de la decisión independiente, (...)”³⁸. En parecidos términos, *HERNÁNDEZ PLASENCIA* sostiene que las posibilidades de realizar un hecho típico a través de otro se agotan cuando se comprueba que no existe instrumento alguno; esto es así porque –a su juicio– la funcionalidad de la autoría mediata no puede consistir en una instrumentalización libre y voluntaria del sujeto de delante³⁹.

³⁶ Vid. RODRÍGUEZ MOURULLO, ADPCP, 1969, 474; HERNÁNDEZ PLASENCIA, La autoría mediata, 1966, 308 n. 134; QUINTERO OLIVARES, Los delitos especiales, 1974, 98.

³⁷ Cfr. JESCHECK, Tratado, 2002, 713 ss; MIR PUIG, DP PG, 2008, 383 ss.

³⁸ BELING, ZStW, 1908, 593, 594. Se oponen, así mismo, a la existencia de autoría mediata a través de un instrumento doloso, GIMBERNAT ORDEIG, Autor y cómplice, 1966, 261 ss; RODRÍGUEZ MOURULLO, ADPCP, 1969, 469; QUINTERO OLIVARES, Los delitos especiales, 1974, 98, 99, 104; RUIZ ANTÓN, El agente provocador, 1982, 167; GRACIA MARTÍN, El actuar en lugar de otro I, 1985, 357; DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO, La autoría, 1991, 159, 730 n. 59; en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 168; HERNÁNDEZ PLASENCIA, La autoría mediata, 1996, 311, 317; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, Autoría y participación, 1996, 59; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 423; COBO DEL ROSAL/VIVES ANTÓN, DP PG, 1999, 749, 750; BOLEA BARDÓN, Autoría mediata, 2000, 434, 437; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 389; SUÁREZ LÓPEZ, Autoría, 2007, 515; OCTAVIO DE TOLEDO Y UBIETO, La prevaricación, 1980, 399, niega la autoría mediata del *intraneus* con independencia de que el *extraneus*- instrumento obre con o sin dolo. En la doctrina alemana, SCHROEDER, Der Täter, 1965, 88; HERZBERG, Täterschaft, 1977, 34. A favor de la autoría mediata por instrumento doloso no cualificado, GÓMEZ BENÍTEZ, ADPCP, 1984, 116; LANDECHO VELASCO/MOLINA BLÁZQUEZ, DPE PG, 2004, 480.

³⁹ Cfr. HERNÁNDEZ PLASENCIA, La autoría mediata, 1996, 307, 317, 318; así tb., ANTÓN ONECA, DP PG, 1949, 436; GIMBERNAT ORDEIG, Autor y cómplice, 1966, 262; RODRÍGUEZ MOURULLO, ADPCP, 1969, 469, 474, 475; DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO, La autoría, 1991, 618 ss; COBO DEL ROSAL/VIVES ANTÓN, DP PG, 1996, 678; DP PG, 1999, 750; BOLEA BARDÓN, Autoría mediata, 2000, 437, 441; FERRÉ OLIVÉ, Autoría y delitos especiales, 2001, 1021, 1025; CAMARERO GONZÁLEZ, Autoría y participación, 2003, 148; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 390.

Por otro lado, no obstante, hay quienes –como *MIR*– defienden la autoría mediata en estos casos, pues de lo contrario resultaría una “absurda” impunidad de los *intranet*⁴⁰. Así, el citado autor parte del criterio de la *pertenencia del delito* para fundamentar su posición; en tal sentido, sugiere que el hecho puede y debe imputársele al sujeto de atrás, ya que ningún otro se halla en una mejor posición para disputárselo. Así, en estos supuestos, el sujeto cualificado es *causa* del hecho, ya que sin él no hubiera sido posible la actuación del mediador, y en consecuencia, el hecho constituye “la realización del riesgo típicamente relevante” que supone la conducta del *intranet*. A juicio de *MIR* este planteamiento constituye una base objetiva suficiente para poder imputar el hecho, en calidad de autor, al sujeto de atrás. De no ser así –sostiene– surgiría una inadmisibles laguna de punibilidad⁴¹.

Finalmente, quienes –como *RODRÍGUEZ MOURULLO*– rechazan la existencia de autoría mediata a través de un instrumento doloso no cualificado llegan a la conclusión de que, en los delitos especiales propios, no habría más remedio que admitir la atipicidad de la conducta del *extraneus* y, por consiguiente, la impunidad del *intranet*, salvo que –para cubrir esta laguna de punibilidad– se introdujeran preceptos en la parte general o especial que previeran tales situaciones y establecieran unas reglas especiales para su

⁴⁰ En el mismo sentido, GÓMEZ BENÍTEZ, DP PG, 1984, 157. En contra, PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 388, sostiene que debe tenerse en cuenta que la autoría mediata no puede concebirse como un remedio al que debe recurrirse para rellenar las lagunas de punibilidad que produce la aplicación de las reglas de la participación. Así pues, señala que la autoría mediata es autoría, de modo que su aplicación no debe ser subsidiaria respecto de la participación.

⁴¹ *MIR PUIG*, DP PG, 2004, 381; Adiciones, 1981, 934, 935; asume esta tesis, GÓMEZ MARTÍN, RDPCr, 2006, 13, quien sostiene que la teoría de la pertenencia del hecho constituye un criterio coherente para la determinación de la autoría en los casos de instrumento doloso no cualificado, en los que los demás criterios propuestos por la doctrina no tendrían éxito alguno. Críticamente sobre esta postura, DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO (La autoría, 1991, 618-625; en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 168), sostiene que la construcción de *MIR*, aunque loable por intentar evitar una injustificada laguna de punibilidad, es dogmáticamente insostenible desde un concepto restrictivo de autor. En tal sentido, el autor considera que tal fundamentación (el criterio de la pertenencia del hecho) roza la pura petición de principio, ya que sería preciso saber, si en esos casos, que *MIR* dice que supondrían “hechos sin autor”, hay en realidad un “hecho” en sentido jurídico-penal; si no lo hay –sostiene– aunque desde una perspectiva naturalística sea un hecho, no es absurdo, sino lógico, que no tenga autor. La impunidad del *intranet*, derivada del rechazo de la autoría mediata por instrumento doloso no cualificado, es calificada por DÍAZ Y GARCÍA como “algo totalmente aceptable desde la perspectiva del carácter fragmentario y de *ultima ratio* del Derecho penal”; sin embargo, señala que si dichas lagunas no están político-criminalmente colmadas (por defectos de técnica legislativa, por ejemplo), lo que habría que proponer es una reforma legislativa que establezca la punibilidad de tales conductas; lo que no es conveniente –a su juicio– es crear autorías que no se correspondan con el concepto restrictivo de autor; tb., críticamente, HERNÁNDEZ PLASENCIA, La autoría, 1996, 310, 311, señala que la construcción de *MIR* no es congruente con el principio de legalidad.

tratamiento jurídico-penal. Por el contrario, como hemos anticipado, en los delitos especiales impropios no habría mayores obstáculos para admitir que el “instrumento doloso” es autor directo del delito común y que el hombre de atrás, esto es, el *intraneus* tendría la consideración de inductor⁴².

a.1) *El actuar en nombre de otro*

Como se ha visto, la solución de los casos planteados mediante la aplicación de la autoría mediata por instrumento doloso no cualificado o a través de la construcción de los *Pflichtdelikte*, ha sido objeto de críticas racionalmente fundadas que desaconsejan la adopción de dichos criterios como vía pacífica de solución; por esta razón, un sector doctrinal propuso –hace algún tiempo– otro interesante criterio para resolver los problemas que se suscitan en el ámbito de la intervención de *extranei* en delitos especiales propios. Se trata del recurso a la figura del “actuar en nombre de otro”, aplicable a los casos en que un sujeto no cualificado actúa en nombre o representación de una persona (física o jurídica) para la realización de un delito especial, que no podría cometer por carecer de la cualificación requerida en el tipo, pero que sí concurre en la persona en cuyo nombre o representación obra. La aplicación de esta figura está condicionada, como no podía ser de otra manera, a su necesaria previsión legislativa⁴³.

⁴² En este sentido, ANTÓN ONECA, DP PG, 1949, 436; DP, 1986, 470; RODRÍGUEZ MOURULLO, ADPCP, 1969, 475; QUINTERO OLIVARES, Los delitos especiales, 1974, 104; GÓMEZ BENÍTEZ, DP PG, 1984, 159; HERNÁNDEZ PLASENCIA, La autoría, 1996, 311; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, Autoría y participación, 1996, 186; FERRÉ OLIVÉ, Autoría y delitos especiales, 2001, 1019; DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO, en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 168; BOLEA BARDÓN, Autoría mediata, 2000, 437, 441, quien pese a la solución propuesta, considera que ni aún castigando al sujeto de atrás como partícipe se abarca todo el desvalor de su conducta, pues no se trata de un particular que induce a otro particular a cometer un delito común, sino de un sujeto cualificado que a través de un *extraneus* produce la lesión de un bien jurídico especialmente protegido por el Derecho penal frente a determinados ataques. En contra, MIR PUIG, Adiciones, 1981, 935, sostiene que el criterio de la pertenencia del hecho que permite apreciar autoría mediata en los delitos especiales propios es también aplicable a los delitos especiales impropios, pues cuando un hijo determina a un extraño a matar a su padre (del *intraneus*), el sujeto cualificado es quien causa la muerte de su padre a través de un extraño que no puede arrebatarle la pertenencia del hecho y, en consecuencia, el *intraneus* respondería como único autor (mediato) de dicha muerte (parricidio). Sin embargo, el autor admite que también podría considerarse al *intraneus* como inductor a un delito común, aunque en atención a las reglas del concurso de leyes, considera preferible la calificación del *intraneus* como autor mediato de un delito de parricidio.

⁴³ Sobre la cláusula del actuar en nombre de otro, *vid.*, OCTAVIO DE TOLEDO Y UBIETO, ADPCP, 1984, *passim*; GRACIA MARTÍN, El actuar en lugar de otro I, 1985, *passim*; DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO, en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 169.

A través de esta cláusula se resolvería la laguna de punibilidad que –en los delitos especiales propios– se deriva de la utilización de un *extraneus* que actúa dolosamente por parte de un *intranets*; así, desde esta perspectiva, el sujeto no cualificado podría considerarse autor del delito especial propio, pese a no ostentar la cualidad exigida en el tipo, en tanto que el *intranets* sería calificado como inductor⁴⁴. Como es evidente, el resultado a que se llega mediante esta formulación difiere del resultado propuesto con las otras formulaciones⁴⁵. En la doctrina española, merece la pena destacar la formulación de GRACIA, quien –a través del “dominio social” como fundamento de la autoría en los delitos especiales– logra justificar la punibilidad del instrumento doloso no cualificado, sin necesidad de recurrir a la figura de la autoría mediata. En tal sentido, GRACIA parte de la base de que la existencia de delitos especiales se fundamenta en la relación presente entre el autor y el bien jurídico protegido, pues sólo así puede entenderse por qué el legislador restringe la autoría a sujetos especialmente cualificados, pese a que los *extranei* también pueden lesionar materialmente el bien jurídico⁴⁶.

En este sentido, plantea que la mera existencia de bienes jurídicos supone ya su indefensión frente a posibles ataques provenientes de acciones u omisiones de los hombres en general, de forma tal que si todos son capaces de lesionar el bien jurídico, todos deberían tener la consideración de autores; por el contrario, GRACIA advierte que existen otros bienes jurídicos cuya indefensión se reduce a un determinado círculo de sujetos, se trata de bienes jurídicos insertados dentro de una estructura social que limita su eventual afectación (del bien) a un reducido número de personas, v. gr., en los delitos contra la Administración de justicia o contra el derecho de crédito⁴⁷. De esta forma, pues, el *intranets* accede al bien jurídico a través de una “relación de dominio social”, caracterizada en primer lugar porque el sujeto que ejerce la función tiene el dominio, la posibilidad de lesionar el bien jurídico (relación positiva) y, en segundo lugar, porque dicho sujeto también tiene el dominio sobre la protección del bien jurídico (relación

⁴⁴ GRACIA MARTÍN, El actuar en lugar de otro I, 1986, 115; HERNÁNDEZ PLASENCIA, La autoría mediata, 1996, 318; DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO, en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 169.

⁴⁵ Así, mediante la autoría mediata se otorga el dominio al hombre de atrás (*intranets*); mientras que en las actuaciones en nombre de otro el sujeto de delante accede al dominio, siendo el de atrás un mero partícipe.

⁴⁶ GRACIA MARTÍN, El actuar en lugar de otro I, 1985, 115.

⁴⁷ GRACIA MARTÍN, El actuar en lugar de otro I, 1985, 351.

negativa). Por lo tanto, esta posición de dominio sobre determinada estructura social en la que se inserta el bien jurídico es –a su juicio– el elemento caracterizador de los delitos especiales⁴⁸.

En definitiva, *GRACIA* afirma que el *extraneus* también puede acceder al “dominio social típico” y, en consecuencia, ser considerado autor de un delito especial en virtud de la figura del “actuar en lugar de otro”; el acceso de los *extranei* al dominio social se produce a través de la *asunción fáctica* de un determinado sector de actividad por medio del cual estarían habilitados para ser potenciales autores de un delito especial⁴⁹.

A juicio de *DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO* tal propuesta es atractiva y alaba que la cláusula del actuar por otro se haya ampliado a las actuaciones en nombre de personas físicas; no obstante, señala que probablemente no todos los casos de actuación por instrumento doloso no cualificado podrán reconducirse a la fórmula del actuar en nombre o representación de otro, sino sólo determinados supuestos concretos; con todo, el autor considera que esta solución es la más viable⁵⁰.

En el ámbito del delito de iniciados un reducido sector doctrinal ha puesto de manifiesto la importancia que tiene la cláusula general del *actuar en nombre de otro* (art. 31 CP) para la determinación del sujeto activo de este tipo delictivo, ya que cuando se trata de

⁴⁸ GRACIA MARTÍN, El actuar en lugar de otro I, 1985, 356, 357.

⁴⁹ GRACIA MARTÍN, El actuar en lugar de otro I, 1985, 116, 118, 119. Asume esta postura, HERNÁNDEZ PLASENCIA, La autoría mediata, 1996, 318.

⁵⁰ En un plano general, *DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO*, en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 170, se muestra inconforme con las eventuales lagunas de punibilidad y, para evitarla, sugiere una previsión concreta en la ley, v. gr., creando un precepto en la parte general similar al de la actuación por otro del art. 31 CP, pero diseñado en torno al supuesto aquí planteado, o redactando tipos cuyo contenido material así lo aconseje como auténticos tipos de infracción de deber; en parecidos términos, *OLAIZOLA NOGALES*, El delito de cohecho, 198; *BOLEA BARDÓN*, Autoría mediata, 2000, 440, 441, señala que la cláusula del actuar en nombre de otro es, sin duda, una opción a tener en cuenta, sobretodo, por su previsión legal en el art. 31 CP, sin embargo, considera que dicha cláusula no podrá aplicarse en casos en los que faltarían los presupuestos básicos del actuar en nombre de otro, v. gr., el caso de la secretaria que destruye los documentos por orden del funcionario, ya que difícilmente podrá afirmarse que la misma ha adoptado una posición fáctica de autora. Para ello –continúa– habría que afirmar que la secretaria se incorpora a la función social asignada al funcionario, cosa que no ocurre, pues al destruir los documentos por encargo del funcionario, la secretaria no está asumiendo las funciones específicas de éste; *HERNÁNDEZ PLASENCIA*, La autoría mediata, 1996, 314, 318, expresa que la vía de las actuaciones en nombre de otro no es descartable como respuesta dogmática a la laguna de punibilidad que produciría la figura del instrumento doloso no cualificado; así tb., en el ámbito concreto del delito de iniciados, *PRIETO DEL PINO*, Uso de información privilegiada, 2004, 393, 396.

personas jurídicas o se obra en nombre y representación de otro, la idea de realizar el hecho, aunque sea en parte, y tener cargos de responsabilidad y dirección, es determinante para su inclusión o no como sujeto activo. Fuera de estos casos, cualquier persona, aunque en contacto con el conocimiento reservado, sólo podría ser sancionada a través de las disposiciones que al efecto se establecen en la LMV, no siendo de aplicación por tanto el art. 285 CP⁵¹.

*a.2) Solución legislativa: La realización de operaciones con información privilegiada a través de **persona interpuesta***

Con la mención expresa a la realización del hecho por *persona interpuesta* en el art. 285 CP (“Quien de forma directa o por persona interpuesta usare ... o la suministrare”) se pretende incriminar las operaciones con información privilegiada realizadas mediante fiduciarios o testaferros (también denominados “hombres de paja”), a quienes debe dispensarse del castigo siempre que actúen como auténticos instrumentos del iniciado, pues, en caso contrario, cabría admitir su responsabilidad penal como partícipes en virtud del principio de accesoriedad⁵². Del mismo modo, la doctrina entiende que la referencia a la persona interpuesta se extiende –además– a la conducta del *suministro*, es decir, a aquellos casos en los que el suministro de información se realiza a través de otra persona⁵³. A la luz de esta previsión legislativa, habría que plantear la cuestión de si la norma abarca los casos en los que la persona interpuesta (*extraneus*) es, en realidad, quien tiene el dominio ejecutivo del hecho, esto es, quien realiza directamente y por sus propios medios económicos la operación bursátil, pues difícilmente podría hablarse de

⁵¹ Cfr. BAJO FERNÁNDEZ, *Uso de información privilegiada*, 1999, 648; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, *DPE*, 2001, 532.

⁵² Así, GONZÁLEZ RUS, en: Cobo del Rosal (dir.), *Curso*, 1996, 819; *DPE PE*, 2005, 603; QUERALT JIMÉNEZ, *DPE PE*, 1996, 474; HERNÁNDEZ SAINZ, *APen* (9), 1997, 200; GÓMEZ INIESTA, *La utilización abusiva de información privilegiada*, 1997, 425; TERRADILLOS BASOCO, *Protección penal del mercado financiero*, 1998, 172; SUÁREZ GONZÁLEZ, *Compendio*, 1998, 554; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), *Comentarios*, 1999, 352; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, *EPCr*, 2003, 140; BAUCCELLS LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dir.), *Comentarios*, 2004, 1058; PUENTE ABA/PERNAS GARCÍA, *El abuso de la información privilegiada*, 2004, 361; LUZÓN CÁNOVAS, *Abuso de información privilegiada*, 2005, 2; así tb., OLAIZOLA NOGALES, *El delito de cohecho*, 1999, 204, respecto de la responsabilidad penal de la persona interpuesta en el delito de cohecho; LANDECHO VELASCO/MOLINA BLÁZQUEZ, *DPE PE*, 1996, 261, sugieren que la persona intermedia puede ser coautor o cooperador necesario. En general, sobre la admisibilidad del castigo de la participación de *extranei* en delitos especiales, GÓMEZ MARTÍN, *Los delitos especiales*, 2006, 433.

⁵³ Así, PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 388; GONZÁLEZ RUS, *Curso*, 1996, 818.

autoría mediata del iniciado y, la condición de delito especial propio del *insider trading* impediría fundamentar su responsabilidad penal por inducción a un sujeto no cualificado⁵⁴.

La solución al problema planteado viene resuelta –a juicio de FARALDO– por la misma norma, ya que sanciona al sujeto que **toma la decisión** y no a quien actúa de forma puramente ejecutiva cumpliendo las órdenes del iniciado, por lo que –desde esta perspectiva– no habría inconvenientes para admitir la autoría directa del iniciado que realiza operaciones con información privilegiada a través de una tercera persona⁵⁵. Por su parte, QUERALT estima innecesaria la previsión legal de la realización de operaciones por persona interpuesta, ya que –a su juicio– las reglas generales de la autoría mediata o la figura del autor tras el autor hubieran sido suficientes para resolver satisfactoriamente estos problemas⁵⁶; además, sostiene que la persona interpuesta puede ser una persona *física* o *jurídica*, cuyo nombre es utilizado por el iniciado para que

⁵⁴ En este sentido, respecto al delito de cohecho, OLAIZOLA NOGALES, El delito de cohecho, 1999, 197, 198.

⁵⁵ Cfr. FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 90; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 389, señala que la referencia a la persona interpuesta es una previsión que pretende aclarar que la realización de operaciones a través de otro no es obstáculo para calificar al iniciado como autor directo o inmediato; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 140, no ven mayores problemas para castigar al iniciado, pues la norma prevé la posibilidad de que el sujeto realice las conductas típicas “directamente o por persona interpuesta”; PUENTE ABA/PERNAS GARCÍA, El abuso de la información privilegiada, 2004, 361, señalan que en los supuestos de uso de información privilegiada por persona interpuesta, los *insiders* serían los autores del delito; así tb., GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 415, 426, 427; en parecidos términos, OLAIZOLA NOGALES, El delito de cohecho, 1999, 204, sostiene que, en el delito de cohecho, la cláusula legal del “actuar por persona interpuesta” permite considerar al *intraneus* como autor inmediato, aún cuando sea el sujeto no cualificado quien lleve a cabo la conducta descrita en el tipo. En contra, HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 200, sugiere que la previsión legal del uso de información privilegiada por persona interpuesta permite considerar al *intraneus* como autor mediato por utilización de un instrumento doloso no cualificado.

⁵⁶ QUERALT JIMÉNEZ, DPE PE, 1996, 474; así tb., PUENTE ABA/PERNAS GARCÍA, El abuso de la información privilegiada, 2004, 361; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 378, sugiere modificar la cláusula de la persona interpuesta porque –a su juicio– no hace más que complicar la aplicación del tipo penal, principalmente por las dificultades probatorias a que dará lugar. En contra, CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 232, considera necesaria la referencia a la persona interpuesta, en tanto que doctrina española se ha mostrado reacia a admitir como autoría mediata la hipótesis en que el instrumento actúa dolosamente, por lo que –para evitar cualquier equívoco al respecto– el art. 285 CP castiga como autor a quien actúa a través de fiduciarios, testaferros u hombres de paja; en parecidos términos, GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 426, considera afortunada la cláusula de la persona interpuesta, ya que a través de esta fórmula es perfectamente posible sancionar al *intraneus* que utiliza a un instrumento doloso no cualificado para la adquisición o venta de valores a favor de aquél.

figure como titular activo o pasivo de las operaciones⁵⁷. Aunque en materia penal la jurisprudencia no ha tenido oportunidad de pronunciarse en relación al empleo de sociedades interpuestas por parte del iniciado, en el ámbito contencioso-administrativo sí que pueden encontrarse algunas sentencias que abordan esta problemática⁵⁸.

Los supuestos en los que el iniciado induce a un *extraneus* a hacer uso de información privilegiada en el mercado no están abarcados –a juicio de algunos– por la cláusula de la persona interpuesta, ni pueden resolverse con arreglo a la figura del instrumento doloso no cualificado ni con la cláusula del actuar en nombre de otro, produciéndose por tanto una laguna de punibilidad para el iniciado-inductor, laguna que sólo podría subsanarse mediante la *tipificación autónoma* de la inducción al uso de información privilegiada⁵⁹. A mi juicio, sin embargo, cuando un iniciado induce a un extraño a realizar operaciones bursátiles con información privilegiada debe necesariamente darle a conocer el contenido de la información, por lo que su conducta sería ya punible a través de la

⁵⁷ En contra, FOFFANI, Tutela penal del mercado, 1995, 506 n. 20, en alusión a la regulación italiana del *insider trading*, señala que la referencia a la realización de operaciones por persona interpuesta sigue el modelo tradicional (penal y extrapenal) de la legislación societaria; sin embargo, critica el hecho de que el legislador sólo haya limitado la ejecución de operaciones por persona interpuesta y no haya hecho referencia –como venía siendo lo habitual– a la realización de operaciones “a través de sociedades controladas o sociedades fiduciarias”, las cuales sólo podrán ser penalizadas cuando den lugar a un fenómeno de interposición (real o ficticia) de una persona: cosas que, en realidad, y sobre todo en lo que hace a las sociedades controladas, parece de difícil comprobación, de modo que deja abierta la posibilidad de más que previsibles fenómenos de elusión del tipo penal; asumen esta crítica, SUÁREZ GONZÁLEZ, Compendio, 1998, 554; BAUCCELLS LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), Comentarios, 2004, 1059; VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), Comentarios, 2004, 1422; Comentarios, 2005, 1451; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 387, relativiza esta crítica por entender que existen otros mecanismos idóneos, tales como la autoría mediata o la figura del actuar en lugar de otro, para evitar la impunidad del iniciado en ciertos casos, aunque admite que lo verdaderamente difícil será probar la conexión del iniciado primario con la operación ejecutada por la persona física o jurídica. Por su parte, PUENTE ABA/PERNAS GARCÍA, El abuso de la información privilegiada, 2004, 361, sostiene que la cláusula de la persona interpuesta abarca así mismo la realización de operaciones bursátiles por medio de sociedades controladas.

⁵⁸ Cfr. al respecto, SAN de 4 junio de 1997 (RJCA 1997\1346); SAN de 16 abril de 1997 (RJCA 1997\1518); SAN de 7 julio de 1997 (RJCA 1997\1632); Auto del TS de 10 diciembre de 2004 (Cuestión de competencia núm. 157/2004, JUR 2005/10); *vid.*, PUENTE ABA/PERNAS GARCÍA, El abuso de la información privilegiada, 2004, 361.

⁵⁹ Así, PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 390, 393, 394, quien luego de rechazar, en estos supuestos, la aplicación de la autoría mediata por instrumento doloso no cualificado, señala que la cláusula del actuar en nombre de otro no es capaz de ofrecer una solución a todos los casos en los que un iniciado primario induce a un *extraneus* a realizar una operación con información privilegiada, pues no siempre podrá afirmarse que el extraño ha asumido el “dominio social típico”. Así, por ejemplo, cuando el *extraneus* se limita a emitir la orden de negociación por encargo del *intraeus* sin haber tomado parte previamente (de hecho o de derecho) en el desarrollo de una función profesional o empresarial que le convierta en garante de la información privilegiada, en cuyo caso habría que admitir la impunidad del *extraneus*.

modalidad del suministro, no siendo necesario por tanto la introducción de un delito autónomo de inducción al uso de información privilegiada bursátil, como tampoco sería necesario, también por encajar *de lege lata* en el suministro, la introducción de un tipo autónomo de inducción al suministro de información relevante.

b) El *extraneus* que utiliza como instrumento a un *intraneus* para la ejecución del delito

Más problemático aún es el supuesto del *extraneus* que se sirve de un *intraneus* para cometer un delito especial propio, pues en tales casos un amplio sector doctrinal niega con razón la posibilidad de apreciar autoría mediata del no cualificado. El argumento esencial: quien no puede ser autor directo de un delito especial menos aún podrá ser autor mediato del mismo, y esto por mucho que el extraño utilice a un sujeto cualificado que sí reúne la condición de autor requerida por el tipo penal respectivo⁶⁰. Esta postura conduce inevitablemente a admitir la impunidad del *extraneus*, al menos en lo que al delito especial propio se refiere, pudiendo plantearse –a juicio de algunos– su responsabilidad penal por un delito de amenazas o coacciones⁶¹. Tampoco cabría fundamentar la responsabilidad del *extraneus* como inductor a un delito especial, ya que esta concreta forma de participación exige que el autor inmediato realice una acción típicamente antijurídica, cosa que no ocurre cuando el *intraneus* ha sido instrumentalizado (v. gr., por error o coacción), cuando actúa bajo un supuesto de ausencia de acción o amparado por una causa de justificación⁶².

⁶⁰ En este sentido, GIMBERNAT ORDEIG, Autor y cómplice, 1966, 229 ss; QUINTERO OLIVARES, Los delitos especiales, 1974, 111, 112; OCTAVIO DE TOLEDO Y UBIETO, La prevaricación, 1980, 399; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, Autoría y participación, 1996, 58, 59; COBO DEL ROSAL/VIVES ANTÓN, DP PG, 1996, 680; DP PG, 1999, 751; BOLEA BARDÓN, Autoría mediata, 2000, 404; CAMARERO GONZÁLEZ, Autoría y participación, 2003, 147, 161; SUÁREZ LÓPEZ, Autoría, 2007, 513; HERNÁNDEZ PLASENCIA, La autoría mediata, 1996, 307, señala que si un *extraneus* instrumentaliza a un *intraneus* para que realice un delito especial propio, no estaríamos ya frente a un problema de autoría mediata, sino ante un problema de autoría a secas, pues ni aunque el sujeto no cualificado realizara personalmente la conducta podría atribuírsele la calificación de autor directo.

⁶¹ Así, OLAIZOLA NOGALES, El delito de cohecho, 1999, 206, n. 207; DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO, en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 170; SUÁREZ LÓPEZ, Autoría, 2007, 512.

⁶² Al respecto, SUÁREZ SÁNCHEZ, Autoría, 2007, 514, invoca el principio de accesoriedad para excluir la inducción del *extraneus*, ya que –a su juicio– el instrumento no realiza un conducta típicamente antijurídica, por lo que al no haber autor tampoco habría partícipes; así tb., DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO, en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 170. En contra, LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, Autoría y participación, 1996, 192, propone castigar al *extraneus* como inductor, así tb., COBO DEL ROSAL/VIVES ANTÓN, DP PG, 1999, 751.

Por otro lado, un importante sector de la doctrina alemana ha defendido con distintos argumentos la posibilidad de apreciar autoría mediata del extraño en los delitos especiales; en tal sentido, se plantea que la autoría mediata del no cualificado puede aplicarse “por analogía” o a través de la adopción de una concepción extensiva de la autoría. En cualquier caso, como señala *QUINTERO*, dos son las premisas básicas de la que parten los defensores de la autoría mediata del extraño, a saber: a) que el bien jurídico también se lesiona cuando el *extraneus* utiliza al sujeto cualificado para realizar la conducta típica, lo cual es correcto si tomamos en cuenta que la norma especial constriñe no sólo a los *intraanei* como posibles autores del delito, sino también a los extraños y; b) que desde una perspectiva político-criminal, es intolerable que el no cualificado sólo pueda ser castigado como inductor o que, en el peor de los casos, se admita su impunidad cuando la conducta de utilizar a un *intraeus* para la realización de un delito especial en nada difiere a la estructura de la autoría mediata de un delito común, por lo que en interés de la política-criminal debe evitarse semejante “premio a la habilidad de estos sujetos”⁶³.

A juicio de *QUINTERO* tales razonamientos son acertados, pero niega que sean lo suficientemente sólidos como para fundamentar la autoría mediata del *extraneus* en tales casos. Al efecto, argumenta que en estos supuestos existe siempre un hecho principal, la realización del tipo, que no puede depender del extraño por dos razones: primero porque, en virtud del principio de legalidad, el *extraneus* no puede ser autor del delito especial debido a la restricción del círculo de sujetos activos y, segundo porque la tipicidad de los tipos de la parte especial exige la presencia de dolo en el agente, por ser éste un elemento de los tipos dolosos; en consecuencia, señala que si se parte de la base de que la autoría mediata supone ausencia de dolo en el instrumento, habrá que admitir la atipicidad de la conducta del *intraeus* que realiza sin dolo ni imprudencia los elementos objetivos del tipo. La consecuencia de este razonamiento es que, al faltar la cualidad requerida en el tipo, el *extraneus* no podría considerarse autor mediato ni inductor de un hecho doloso que no se ha producido⁶⁴.

⁶³ Cfr. *QUINTERO OLIVARES*, Los delitos especiales, 1974, 113.

⁶⁴ Cfr. *QUINTERO OLIVARES*, Los delitos especiales, 1974, 114, 115, quien pese a la solución propuesta, admite que cuando un *extraneus* utiliza a un *intraeus* para cometer un delito también lesiona el bien jurídico y, en consecuencia, es recomendable su castigo desde un punto de vista político-criminal; no obstante, es consciente de que estos argumentos chocan con el principio de legalidad que impide la autoría mediata de los *extraneis* en delitos especiales. Por tal razón, señala que la solución está sujeta a la

La inexorable laguna de punibilidad apuntada propició que un sector doctrinal minoritario –entre quienes destacan *LUZÓN PEÑA* o *DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO*– intentara mitigar dicho vacío legal mediante una interpretación particular de la figura del “forzar a otros a ejecutar el hecho” (art. 14.2 CP 1944/73), proponiendo *de lege ferenda* la ampliación de esta solución a casos como los analizados, en los que hubiera una auténtica autoría (mediata o inmediata) material del *extraneus*, si bien restringiendo su aplicación a ciertos tipos penales⁶⁵. Sin embargo, como señala *DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO* el CP/1995 no adoptó dicha propuesta, sino que suprimió toda referencia a la figura contenida en la norma citada del anterior CP 1944/73, y no introdujo ninguna previsión legal para resolver los casos sometidos a examen, por lo que –a juicio del citado penalista– se mantiene en la actualidad la laguna de punición señalada. En tal sentido, propone nuevamente *de lege ferenda* una solución al problema, que pasa por el establecimiento de una cláusula general –limitada a ciertos tipos– *ad hoc*, de la misma forma que, para resolver la cuestión de la actuación por otro, se introdujo la cláusula del art. 31 CP vigente⁶⁶.

Los problemas antes planteados se suscitan en el ámbito de los delitos especiales propios; sin embargo, en aquellos supuestos en los que el *extraneus* utiliza a un *intraeus* para la realización de un delito especial impropio, un amplio sector doctrinal defiende la responsabilidad penal del extraño en calidad de autor mediato del delito común respectivo⁶⁷.

introducción de preceptos –en la parte general o especial– que prevean estas circunstancias y regulen la penalidad de los no cualificados, pues en caso contrario no podría encontrarse otra solución por la vía dogmática.

⁶⁵ Cfr. *LUZÓN PEÑA*, Estudios penales, 1991, 543 n. 4; *DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO*, LL, 1986, 531; La autoría, 1991, 734; en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 170, 171; así tb., *OLAIZOLA NOGALES*, 1999, 202, 203.

⁶⁶ *DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO*, en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 171.

⁶⁷ Así, *QUINTERO OLIVARES*, Los delitos especiales, 1974, 115; *HERNÁNDEZ PLASENCIA*, La autoría mediata, 1996, 308; *COBO DEL ROSAL/VIVES ANTÓN*, DP PG, 1999, 751; *DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO*, en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 170; *SUÁREZ SÁNCHEZ*, Autoría, 2007, 512.

c) La punibilidad del partícipe *extraneus* en los delitos especiales:
especial referencia al delito de iniciados

El castigo de la participación de *extranei* en los delitos especiales ha sido una cuestión ampliamente debatida en la doctrina científica, habiendo alcanzado hasta nuestros días una notable evolución, principalmente en el ámbito legislativo. Así, pese a que inicialmente doctrina y jurisprudencia negaban que los *extranei* pudiesen responder penalmente como autores o partícipes de un delito especial, hoy en día es claramente mayoritaria la postura de quienes defienden el castigo de la participación de *extranei* en delitos especiales, aunque se mantiene con razón el criterio de que en estos tipos delictivos los sujetos no cualificados están excluidos del círculo de autores *strictu sensu*⁶⁸.

En tal sentido, pues, para el castigo de la participación de *extranei* en delitos especiales un importante sector defendía desde hace algún tiempo la teoría de la unidad del título de imputación, lo que supone que el sujeto no cualificado que colabora con un *intraneus* en la ejecución de un delito especial (v. gr., el *insider trading*) debía responder por este mismo tipo penal, con independencia de que se estuviera frente a un delito especial propio o impropio⁶⁹. Otro sector, por el contrario, adoptaba la ruptura del título de imputación cuando se estaba frente a delitos especiales impropios, de manera que al sujeto cualificado se le aplicaba el delito especial y al *extraneus* el delito común respectivo; no obstante, dentro de esta corriente se advirtieron divergencias en el ámbito de los delitos especiales propios, así, por un lado, se defendía la impunidad del *extraneus* y, por otro, se admitía el castigo atenuado de su colaboración en el hecho.

Todas estas soluciones no contaban con un respaldo legislativo expreso, sino que se trataba de meras construcciones doctrinales que en mayor o menor medida fueron asumidas por la jurisprudencia española, pudiéndose encontrar importantes sentencias que abordan esta problemática. La ausencia de toda referencia legal para resolver estos casos, llevó a que un sector doctrinal propusiera el establecimiento de disposiciones

⁶⁸ LUZÓN PEÑA, en: Seminario sobre los aspectos fundamentales de la reforma penal nicaragüense, celebrado en la Universidad Centroamericana de Nicaragua, el 4 de agosto de 2001; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 394 ss; GONZÁLEZ RUS, Compendio, 2000, 517; DPE PE, 2005, 603.

⁶⁹ Así, entre otros, OLAIZOLA NOGALES, El delito de cohecho, 1999, 202.

legales específicas que dieran solución a los supuestos de participación de *extraneus* en delitos especiales⁷⁰. De esta forma, el legislador español atendió el llamado al incorporar el novedoso art. 65.3 CP, por medio del cual se pretende dar cobertura legal a estos casos, aunque hay quienes sostienen que esta norma no resuelve por completo la problemática existente en el seno de la intervención de *extranei* en delitos especiales⁷¹.

2. El funcionario o empleado público como sujeto activo

Frente a la posibilidad de que el sujeto activo reúna la cualidad de funcionario o empleado público existen dos posturas encontradas. Así, un sector considera que la conducta del funcionario, que en el ejercicio de su función conociera la información privilegiada y la usara o suministrara, debe reprimirse bien por la vía de la revelación de secretos del art. 417 o de las negociaciones prohibidas a los funcionarios del art. 442 CP; sugiriendo asimismo la aplicación del art. 418 para los casos en que un particular recibe información privilegiada de un funcionario. Los defensores de esta postura se decantan, pues, por la apreciación de un concurso aparente de normas, que se resuelve aplicando el art. 442 o 417 CP como *lex specialis*⁷².

⁷⁰ En este sentido, LUZÓN PEÑA, Curso, 1997, 305.

⁷¹ Sobre ello cfr. GÓMEZ MARTÍN, Los delitos especiales, 2006, 395 ss., 415 ss.; PEÑARANDA RAMOS, Sobre el alcance del art. 65.3 CP. Al mismo tiempo: una contribución a la crítica de la teoría de los delitos de infracción de deber, en: LH-Gimbernát, 2008, 1419 ss.

⁷² Cfr. VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), Comentarios, 2005, 1446, 1447; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 205; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 531; BAJO FERNÁNDEZ, Uso de información privilegiada, 1999, 648; MUÑOZ DONDE, DP PE, 2004, 520; MARTÍN PALLÍN, CuadDJ, 1997, 156, 157; BAUCCELLS LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), Comentarios, 2004, 1056, defiende esta postura por entender que la imposición de la pena del art. 442 CP, esto es, hasta seis años de privación de libertad e inhabilitación absoluta, sin necesidad de que se alcance el límite cuantitativo establecido en el art. 285 CP, expresa mejor el desvalor derivado de la lesión del correcto funcionamiento de la Administración, cuanto del correcto funcionamiento del mercado, y evita una eventual vulneración del principio *ne bis in idem*. Parece asumir esta postura, LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, en: Bacigalupo (dir.), Curso, 2005, 364; MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 220, sugieren la apreciación de un concurso de normas entre los arts. 285 y 442 CP, cuando el sujeto activo sea un funcionario público; sin embargo, sugieren aplicar uno u otro delito en función de las “características” del sujeto activo; ESTEVAN DE QUESADA, RGD, 1995, 13470-13471, plantea graves problemas para incluir las operaciones de iniciados no funcionarios en el art. 442 CP. En este sentido, sostiene que –en primer lugar– no parece afortunada la referencia exclusiva del círculo de sujetos a los funcionarios públicos, ya que no son ellos quienes precisamente llevan a cabo con mayor frecuencia operaciones con información privilegiada y; en segundo lugar, entiende que el modo de acceso a la información relevante en bolsa suele darse en virtud de una relación con la sociedad. En contra de la aplicación del art. 417 y 442 CP como ley especial, CALDERÓN CERREZO, DP PE, 1999, 875, entiende que el concurso de normas debe resolverse a favor de la aplicación del art. 285 CP; así tb., CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 250.

Otro sector, por el contrario, sostiene que cuando el sujeto activo reúne la cualidad de funcionario público, podría plantearse la existencia de un concurso ideal de delitos, en tanto que el funcionario, por un lado, estaría atentando contra el correcto funcionamiento de la administración pública y, por otro, su conducta afectaría al correcto funcionamiento del mercado de valores⁷³. Ambos extremos serán analizados, más detenidamente y por coherencia sistemática, en la siguiente Sección, relativa al concurso de delitos y de normas penales.

Sección tercera

Figuras afines, problemas concursales y de delimitación

I. Cuestiones generales

La descripción típica del delito de iniciados contiene un elemento típico que es común a otras figuras delictivas; se trata, del concepto normativo de “información privilegiada”, por lo que no es de extrañar que la doctrina haya planteado problemas concursales entre el *insider trading* y otros tipos penales, v. gr., el uso o revelación de información privilegiada por funcionario público (arts. 442 y 417 CP, respectivamente), el aprovechamiento de información privilegiada por particulares (art. 418 CP) o el delito de manipulación de las cotizaciones (art. 284 CP); aunque también se han planteado cuestiones concursales con figuras delictivas que guardan cierta afinidad con el delito de iniciados, por ejemplo, el delito de revelación de secretos de empresa (art. 279 CP). De igual forma, se ha propuesto un análisis de las relaciones entre el delito de iniciados y otras figuras delictivas más tradicionales, como es el delito de estafa.

Este modo de proceder es comprensible si tenemos en cuenta que antes de la aprobación del art. 368 CP 1944/73 (LO/91, de 22 de marzo), que incriminaba el uso de información privilegiada por funcionario público, un importante sector doctrinal entendía que las operaciones con información privilegiada podían encontrar coto a través de algunos delitos contemplados en la parte especial del CP 1944/73. En tal sentido, se proponía la aplicación de tipos penales tradicionales como la estafa, el hurto, la apropiación

⁷³ Cfr. BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 352; Relevancia jurídico penal del *insider trading*, 2005, 88, 89; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DP PE, 2008, 490.

indebida, las falsedades, el quebrantamiento del deber de secreto o las maquinaciones para alterar el precio de las cosas^{74 75}. Pues bien, luego de que el legislador español incorporara dentro del catálogo de delitos económicos el tipo del *insider trading*, se logró alcanzar una previsión legislativa autónoma que despeja las dudas sobre el tipo penal aplicable a las operaciones de iniciados, pero, al mismo tiempo, propició el intenso debate sobre las relaciones concursales existentes entre el delito del art. 285 CP y otras figuras delictivas afines.

La exposición que sigue versa precisamente sobre las distintas soluciones aportadas por la doctrina en torno al tratamiento concursal del *insider trading* y otras categorías delictivas. En este sentido, pues, comenzaremos por determinar las relaciones existentes entre el delito de iniciados y el delito de uso de información privilegiada por funcionario público (art. 442 CP) por tratarse de un problema de delimitación de mucha complejidad, lo que no es de extrañar si tomamos en consideración que, además del elemento típico de la “información privilegiada” presente en ambos tipos, un importante

⁷⁴ Vid. ampliamente, sobre los diferentes tipos en los que se pretendía subsumir las operaciones de iniciados, RODRÍGUEZ MOURULLO, PJ, 1988, 242; AUGER LIÑÁN, PJ, 1988, 228; VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, Noticias C.E.E, 1991, 47; PAZ RUBIO, CuadDJ, 1993, 73 ss; VARELA VARAS, AMF, 1992, 10; ARROYO ZAPATERO, El abuso de información privilegiada, 1994, 69; ESTEVAN DE QUESADA, RGD, 1995, 13469; FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 52, 64 ss, 74; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 218 ss.

⁷⁵ A favor de la aplicación de ciertos tipos del CP 1944/73 al delito de iniciados, CREMADES, LL, 1988, 907, 909; VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, Noticias C.E.E, 1991, 42; VARELA VARAS, AMF, 1992, 10; DEFARGES, El “insider trading” hoy, 1987, 13, admitía la posibilidad de castigar las operaciones de iniciados a través del delito de maquinación para alterar los precios de las cosas (anterior art. 540 CP 1944/73); RODRÍGUEZ MOURULLO, PJ, 1988, 242, 244, señalaba que el delito de iniciados era en sí mismo impune y sólo podía ser reprimido penalmente por vías indirectas, a través de la aplicación de tipos pensados para otros supuestos; así tb., GONZÁLEZ CUSSAC, CPC, 1989, 137, 149; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, ADPCP, 1993, 1056; en: Bacigalupo (dir.), Curso, 2005, 361; SÁNCHEZ CALERO, PJ, 1988, 264, sugería la aplicación de ciertos tipos penales tradicionales al delito de iniciados, al menos hasta que se hubieran diseñado los tipos penales dirigidos exclusivamente al castigo de tales conductas; SÁNCHEZ GUILARTE/TAPIA HERMIDA, RDBB, 1987, 786, 789, admitían la posibilidad de reconducir algunos supuestos de *insider trading* a los delitos de violación de secretos por funcionarios, estafa o maquinaciones para alterar el precio de las cosas, sin embargo, llegaban a la conclusión de que las operaciones de iniciados sólo podían castigarse de un modo indirecto; GARCÍA CIRIZA, La regulación del *insider trading*, 1994, 7, sostiene que la única vía para castigar las operaciones de iniciados, antes del actual art. 285 CP, era el delito de estafa y el de maquinaciones para alterar los precios de las cosas, aunque admite que esto sólo era posible en determinados casos. Por su parte, FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 52, 65, 76, aunque planteaba la posibilidad de castigar algunos casos de *insider trading* por medio de ciertos tipos delictivos existentes en el CP 1944/73 (estafa, maquinaciones para alterar el precio de las cosas, falsedades, etc), sostenía que tales preceptos no permitían la incriminación de una gran parte de las modalidades de conducta del *insider*; así tb., GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 442; LL, 1999, 3943, considera que los tipos de estafa y de revelación de secretos son insuficientes para el castigo del *insider trading*; en el mismo sentido, aludiendo a la legislación peruana, REYNA ALFARO, La protección penal del mercado de valores, 2001, 15.

sector de la doctrina considera que antecedente inmediato del *insider trading* es precisamente el anterior art. 368 CP⁷⁶ (hoy art. 442 CP)⁷⁷, aunque hay quienes niegan que las operaciones de iniciados pudieran ser castigadas por esta vía^{78 79}. En virtud de ello, son varios los penalistas que han dedicado particular atención al tratamiento jurídico-penal de la utilización de información privilegiada bursátil por autoridad o funcionario público⁸⁰.

⁷⁶ Introducido en el CP 1944/73 mediante LO 9/1991, de 22 de marzo (BOE No. 74, de 27 de marzo).

⁷⁷ Así, MUÑOZ CONDE, *Uso indebido de información privilegiada*, 1991, 25 ss; LÓPEZ PEREGRÍN, *APen*, 1993, 433; MORILLAS CUEVA/PORTILLA CONTRERAS, *Comentarios*, 1994, 217, 218; ARROYO ZAPATERO, *El abuso de información privilegiada*, 1994, 69; MARTÍNEZ FLÓREZ, *EJB*, 1995, 3557; ESTEVAN DE QUESADA, *RGD*, 1995, 13469; MINGUELL ELEIZALDE, *LL*, 1999, 3993; RODRÍGUEZ MOURULLO, *Anales*, 2007, 598; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, *DPE*, 2001, 517, consideran suficiente para la punición de los abusos de información privilegiada bursátil, la descripción típica del art. 442 CP y las sanciones administrativas contempladas en la LMV; CASTRO MORENO/OTERO GONZÁLEZ, *El abuso de información privilegiada*, 2007, 133, sostienen que el art. 442 CP (antes art. 368 CP 1944/73) es perfectamente aplicable al abuso de información privilegiada por funcionarios o autoridades y que si el legislador aprobó el art. 285 CP como tipo autónomo fue precisamente para poder castigar las operaciones con información privilegiada realizadas por sujetos que no ostentan la cualidad de funcionario o autoridad, pero que tienen acceso al conocimiento reservado en virtud de su función profesional o empresarial; HERNÁNDEZ SAINZ, *APen* (9), 1997, 209, señala que el art. 442 CP protege –además de la imparcialidad y rectitud de la Administración– el correcto funcionamiento de distintos mercados, entre ellos, el mercado de valores.

⁷⁸ En este sentido, GÓMEZ INIESTA, *La utilización abusiva de información privilegiada*, 1997, 419; *LL*, 1999, 3941, entiende que al contenido del actual art. 442 CP (antes art. 368 CP), no brinda plena respuesta a las operaciones de iniciados, por lo que el legislador penal se vio obligado a establecer un tipo específico que incriminara el abuso de información privilegiada bursátil; en parecidos términos, GARCÍA CIRIZA, *La regulación del insider trading*, 1994, 10; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, *ADPCP*, 1993, 1056; en: Bacigalupo (dir.), *Curso*, 2005, 361; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, *EPCr*, 2003, 152; PAZ RUBIO, *CuadDJ*, 1993, 188, niega expresamente que el anterior art. 368 CP 1944/73 fuera aplicable a las operaciones con información privilegiada bursátil; ESTEVAN DE QUESADA, *RGD*, 1995, 13470, señala que el actual art. 442 CP plantea graves problemas para incluir las prácticas más comunes de *insider trading*; FARALDO CABANA, *EPCr*, 1995, 74, señala que el art. 368 CP 1944/73 cubría sólo parcialmente algunos supuestos de *insider trading* que eran impunes hasta la introducción de esta norma por LO 9/1991, de 22 de marzo; GONZÁLEZ CUSSAC, *CPC*, 1989, 147 ss, luego de analizar detalladamente la compatibilidad de algunos tipos penales del CP 1944/73 (estafa, revelación de secretos, maquinaciones para alterar el precio de las cosas, entre otros) con el *insider trading*, llega a la conclusión de que el delito de iniciados sólo podía castigarse a través de vías indirectas, aunque éstas dejaban –a su juicio– grandes resquicios para la impunidad.

⁷⁹ GÓMEZ INIESTA, *La utilización abusiva de información privilegiada*, 1997, 419, propone la creación de una agravante específica para los casos de *insider trading* realizados por funcionarios públicos o autoridades que desempeñan cargos en el mercado de valores. Dicha agravante se fundamenta –a su juicio– por el especial deber de garantía del sujeto activo y su estrecha vinculación con el bien jurídico protegido.

⁸⁰ *Vid.* entre otros, RUIZ RODRÍGUEZ, *Protección penal del mercado de valores*, 1997, 363 ss; VALLE MUÑOZ, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), *Comentarios*, 1999, 679; VALLE MUÑOZ/MORALES PRATS, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), *Comentarios*, 2004, 1420; *Comentarios*, 2005, 1446 ss; JERICÓ OJER, *Utilización de información privilegiada*, 2002, 205; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, *EPCr*, 2003, 148 ss; PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 307-312; MONTES ÁLVARO, *El delito de información privilegiada*,

Tras exponer las diversas posiciones doctrinales en cuanto a la relación concursal del art. 285 con otros delitos dedicaremos un último apartado (7.) a nuestra toma de postura sobre los diversos supuestos planteados.

1. El delito de iniciados y el uso de información privilegiada por funcionario público del art. 442 CP

a) La tesis del concurso aparente de normas

A favor de la apreciación de un concurso de normas a resolverse mediante la aplicación preferente del art. 442 CP, se han pronunciado, entre otros, *VALLE MUÑIZ* quien invoca la categoría del bien jurídico protegido en ambos tipos penales como criterio esencial de interpretación. En tal sentido, pues, el autor señala que el delito contra la administración pública (art. 442 CP) acoge en su seno tanto la protección del correcto funcionamiento de la administración como la tutela del mercado de valores; además considera que “cuando de funcionarios públicos se trata aparece en primer término el bien jurídico del correcto funcionamiento de la administración pública”, lo que no implica –a su juicio– que no se tomen en consideración otros bienes jurídicos que incumben al mercado bursátil, v. gr., la transparencia o los intereses económicos de los inversores; así mismo argumenta que los deberes de confidencialidad y sigilo al que están sometidos los funcionarios que actúan en el mercado bursátil sirven para concretar aún más el genérico objeto de protección del correcto funcionamiento de la administración, que esto es así lo demuestra el hecho de que el delito de funcionario no requiere la obtención de beneficios ni la causación de perjuicios, sino que basta con la infracción de los deberes de sigilo orientada a un fin lucrativo; finalmente, *VALLE MUÑIZ* defiende que la relación concursal debe centrarse entre el tipo agravado contra la administración pública (art. 442 CP párrafo 2º) y el *insider trading* (art. 285 CP), concurso éste que debe resolverse en favor del primero, pues no cabe duda que la causación del perjuicio al que alude el delito de iniciados encaja ya en el párrafo 2º del art. 442 CP. En definitiva, señala que el art.

2004, 1248 ss; CASTRO MORENO/OTERO GONZÁLEZ, El abuso de información privilegiada, 2007, 132 ss; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DP PE, 2004, 586; DPE PE, 2005, 307; DP PE, 2008, 490.

442 CP contiene todo el desvalor que supone la lesión del correcto funcionamiento de la administración y de los bienes jurídicos tutelados por el *insider trading*⁸¹.

⁸¹ VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), Comentarios, 2004, 1420; Comentarios, 2005, 1447; MORALES PRATS/RODRÍGUEZ PUERTA, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), Comentarios, 1999, 1309; Comentarios, 2007, 1729; así tb., HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 209; a favor del concurso aparente de normas con prevalencia del art. 442 CP, CASTRO MORENO/OTERO GONZÁLEZ, El abuso de información privilegiada, 2007, 134, 136, 140; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 381; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 531; SERRANO GÓMEZ, DP PE, 2004, 832; JAÉN VALLEJO, CPC (97), 2009, 124; parece asumir esta postura, JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 205; DELGADO GIL, Delitos cometidos por funcionarios públicos, 2008, 304, lleva hasta sus últimas consecuencias esta postura, pues afirma que de no castigarse al funcionario iniciado a través del art. 442 CP, su conducta sería impune. En contra, expresamente, FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 150, 151, señalan que no es posible defender la existencia de una relación de especialidad entre los arts. 442 y 285 CP, ya que cada tipo delictivo tiene sus propias particularidades que lo hacen especial, v. gr., las características de la información privilegiada del art. 285 CP o la restricción del círculo de sujetos a los funcionarios en el art. 442 CP. Pese a esta afirmación, los autores admiten la posibilidad de aplicar la regla de la subsidiariedad y considerar que el art. 442 CP es subsidiario respecto del art. 285 CP cuando sea un funcionario o autoridad quien utilice información privilegiada bursátil; no obstante, advierten que por esta vía se llega a la insatisfactoria conclusión de que a través del art. 442 CP el legislador está privilegiando al funcionario que realiza operaciones con información privilegiada, pues la pena se reduce a multa e inhabilitación especial, contrario al art. 285 CP que establece siempre penas de prisión. Frente a esta última afirmación, podría argumentarse –a su juicio– que el art. 442 CP anticipa la intervención penal, ya que no es necesario que se obtengan beneficios, con lo cual pierde su apariencia de tipo privilegiado. Pero tampoco esta interpretación les parece la más correcta, puesto que el uso de información privilegiada puede castigarse en grado de tentativa, aún cuando no se obtenga beneficio alguno. En definitiva, a la vista de esta problemática, los autores consideran que la vía del concurso de normas no conduce en absoluto a una solución satisfactoria; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 308 ss, rechaza la solución del concurso de normas con prevalencia del art. 442 CP, pues –a su juicio– difícilmente puede atribuirse al art. 442 CP un ámbito de tutela tan amplio; sin embargo, entiende que aún otorgándole tan dilatado radio de acción a dicho precepto, habría que asumir la insatisfactoria conclusión de que la tutela otorgada a todos esos bienes es de la misma intensidad con independencia de la mayor o menor relevancia de cada bien. Además –continúa su argumentación– resulta evidente que el tipo básico del art. 442 CP es inidóneo para la punición de las operaciones con información privilegiada, ya que no contempla los supuestos en los que la explotación económica de la información genera un perjuicio que trasciende al ocasionado en la propia Administración Pública; así pues, no es posible llegar a una solución distinta dada la ausencia de un tratamiento punitivo diferenciado para estos casos: la pena es la misma con independencia de si uso de la información tiene un carácter pluriofensivo como si no. En consecuencia, el art. 442 CP no cubre el desvalor generado por el uso de información privilegiada bursátil, sino sólo el daño irrogado al funcionamiento de la Administración pública, lo que –a juicio de la autora– se evidencia por la diferencias penológicas existentes en los tipos básicos de ambos preceptos. La anterior afirmación no puede salvarse –según la autora– con el argumento de que el apartado 2º del art. 442 CP establece una pena superior a la prevista en el apartado 1º cuando se genere un grave daño a terceros, ya que la esencia del injusto de las operaciones de iniciados no reside en el perjuicio que eventualmente puedan ocasionar a terceros, sino en el daño que ocasionan a la justicia informativa de las cotizaciones, razón por la cual el apartado 2º del art. 442 CP difícilmente cubriría la mayoría de operaciones con información privilegiada. En definitiva, quien incumple con sus deberes de garante con la información privilegiada vulnera la justicia informativa de las cotizaciones y, si la infracción procede de un funcionario, habrá que apreciar un plus en la ilicitud del comportamiento; así tb., con relación a la diferencia penológica existente entre los arts. 285 y 442 CP como posible objeción para la aplicación del art. 442 CP, HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 210, luego de plantear la absurda solución a que se llegaría si se castigara a altos funcionarios de la CNMV o del Banco de España con una pena mucho más leve que la establecida para otros sujetos que realizan idéntica conducta, propone *de lege ferenda* la adecuación de las penas para evitar vulnerar el principio de proporcionalidad; asumen esta postura, CASTRO MORENO/OTERO GONZÁLEZ, El abuso de información privilegiada, 2007, 139, aunque plantean con reservas que la posible solución a esta “disfunción penológica” sea la aplicación del tipo agravado del art. 442 CP.

Esta amplia argumentación a favor de la aplicación del art. 442 CP ha sido objeto de críticas por quienes –como *TERRADILLOS*– entienden que el párrafo 1º del art. 442 CP contiene un delito de resultado cortado, por lo que si se produce la cuantía del beneficio-perjuicio requerida en el art. 285 CP, sería inevitable recurrir al concurso de delitos; y frente al argumento de que la relación concursal se presenta entre el art. 285 y el párrafo 2º del art. 442 CP, *TERRADILLOS* señala que, por un lado, no debe olvidarse que el delito de iniciados no siempre exige la causación de un perjuicio, sino que basta con la obtención de un beneficio, lo cual pone en evidencia que los elementos fácticos de ambas figuras delictivas no son coincidentes y, por otro lado, que la agravación del art. 442 párrafo 2º CP puede fundamentarse en el grave daño para la causa pública, lo que debe interpretarse como “daño a la Administración pública”, bien jurídico este totalmente diferente al objeto de protección exclusivamente económico tutelado por el art. 285 CP⁸².

La misma solución se ha ofrecido por otra vía, así, la aplicación preferente del art. 442 CP frente al art. 285 CP se deriva –a juicio de un sector– de la restricción del círculo de autores del delito de iniciados, ya que el castigo de las operaciones con información privilegiada está limitado a quienes en el ejercicio de su función profesional o empresarial (no laboral ni funcional) acceden al conocimiento reservado, en consecuencia, los funcionarios públicos y autoridades no entran en el círculo de posibles sujetos activos, por lo que deberán responder penalmente por el tipo del art. 442 CP⁸³.

⁸² *TERRADILLOS BASOCO*, Protección penal del mercado financiero, 1998, 180, 181; *Empresa y Derecho Penal*, 2001, 243, 244; *CASTRO MORENO/OTERO GONZÁLEZ*, El abuso de información privilegiada, 2007, 138, aunque defienden la aplicación preferente del art. 442 CP para los funcionarios públicos, no están de acuerdo en que la relación concursal deba centrarse entre el tipo agravado del art. 442 CP y el tipo del art. 285 CP, pues –a su entender– dicha agravación puede aplicarse tanto si el beneficio-perjuicio de la operación alcanza los 600,000 euros como si no. A la luz de esta interpretación, sugieren que una cifra superior a 600,000 euros no implica necesariamente la aplicación del tipo agravado, por lo que la conducta del funcionario que utiliza información privilegiada bursátil deberá subsumirse, en todo caso, en el art. 442 CP, sin que la aplicación del tipo agravado dependa de que el beneficio obtenido sea superior a 600,000 euros.

⁸³ En este sentido, *BENÍTEZ ORTÚZAR*, en: *Cobo del Rosal* (dir.), *Comentarios*, 1999, 381; *BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO*, *DPE*, 2001, 531; *BAJO FERNÁNDEZ*, *Uso de información privilegiada*, 2008, 888; *MUÑOZ CONDE*, *DP PE*, 2004, 520; *MORALES PRATS/RODRÍGUEZ PUERTA*, *Comentarios*, 2007, 1729, señalan que la relación entre el art. 285 CP y el art. 442 CP es de especialidad, y que si bien el art. 285 CP contempla el uso de un tipo de información más restringida que la del art. 442 CP, la condición de funcionario del sujeto activo del delito convierte en especial a este último precepto; asumen este argumento, *CASTRO MORENO/OTERO GONZÁLEZ*, *El abuso de información privilegiada*, 2007, 134, y añaden que la exigencia de desempeño de una actividad empresarial o

Por el contrario, hay quienes pese a admitir la existencia de un concurso de normas se decantan por la aplicación del art. 285 CP en virtud del principio de especialidad⁸⁴.

a) Posturas a favor del concurso ideal de delitos

La existencia de un concurso ideal entre el delito de iniciados y el uso de información privilegiada por funcionario o autoridad es defendida por un importante sector de la doctrina que niega que la aplicación preferente de uno u otro tipo penal abarque todo el desvalor del hecho cuando es precisamente un funcionario quien realiza operaciones

profesional requerida en el art. 285 CP, excluye a los funcionarios o autoridades de su ámbito de aplicación; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 209, señala que los términos actividad profesional o empresarial no comprenden a los funcionarios públicos o autoridades, puesto que el legislador ha querido establecer una regulación más específica para éstos a través del art. 442 CP; MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 220, sugieren la existencia de un concurso de normas, cuya solución está en función de las características del sujeto activo; DELGADO GIL, Delitos cometidos por funcionarios públicos, 2008, 304, encuentra tres razones para excluir a los funcionarios públicos del círculo de sujetos activos del delito de iniciados, a saber: a) la ausencia en el tipo de toda referencia a los funcionarios públicos, b) la exigencia de que el sujeto activo debe tener acceso a la información en virtud de su función profesional o empresarial y c) que una de las penas del art. 285 CP es la inhabilitación especial para el ejercicio de la *profesión o actividad*, mientras que el art. 442 CP establece –en atención a la cualidad del sujeto activo- la pena de inhabilitación especial para *empleo o cargo público* (la cursiva es nuestra); ESTEVAN DE QUESADA, RGD, 1995, 13471, sostiene que el art. 442 CP (antes art. 368 CP 1944/73) no es aplicable a las operaciones de iniciados, ya que limita el círculo de sujetos activos a los funcionarios y autoridades; además, señala que dicho precepto requiere una determinada vía de acceso a la información (por razón del oficio o cargo, en el caso de la autoridad o funcionario), vía que no es la que normalmente se presenta en las sociedades; FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 74, destaca las deficiencias del art. 368 CP 1944/73 respecto de la punición del *insider trading*, al efecto argumenta que, en primer lugar, el ámbito de sujetos activos se limita a funcionario público o autoridad y, en segundo lugar, que el acceso a la información se produce por razón del oficio o cargo; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 310, alega que el art. 442 CP no abarca el desvalor de las operaciones con información privilegiada realizadas por funcionarios iniciados, por lo que –desde esta perspectiva- no es posible mantener la tesis del concurso de leyes entre los arts. 442 y 285 CP. En este sentido, la autora defiende la imposibilidad de aplicar el principio de especialidad, puesto que –a su juicio- no se cumple la exigencia que permitiría fundamentarlo, esto es, que todo hecho que realiza el precepto especial –en este caso, supuestamente, el art. 442 CP- realiza el tenor literal del precepto general (art. 285 CP), por lo que –a la luz de sus consideraciones- “los dos preceptos no pueden ser representados con dos círculos concéntricos”.

⁸⁴ Así, por ejemplo, CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 250; CALDERÓN CEREZO, DP PE, 1999, 875. En contra de esta postura, CASTRO MORENO/OTERO GONZÁLEZ, El abuso de información privilegiada, 2007, 133, 134, aunque admiten que esta solución tendría la ventaja de que al ser la pena del art. 285 CP más severa que la del art. 442 CP, se evitaría que los funcionarios públicos y autoridades tuvieran una pena muy inferior a la de los particulares que realizaran la misma conducta; sin embargo, entienden que esta interpretación chocaría frontalmente con la delimitación del círculo de sujetos recogida en el art. 285 CP, que restringe su ámbito de aplicación a los profesionales o empresarios, entre los que no parecen tener cabida los funcionarios o autoridades. La consecuencia de esta interpretación es –a juicio de los autores- la imposibilidad de aplicar a los funcionarios el delito del art. 285 CP; MORALES PRATS/RODRÍGUEZ PUERTA, Comentarios, 2007, 1729, entienden que de admitirse esta solución se estaría privilegiando injustamente el uso de una información con evidente capacidad objetiva para producir un beneficio económico, pues el art. 285 CP condiciona el castigo a la obtención de un beneficio o la causación de un perjuicio superior a 600,000 euros.

bursátiles con información privilegiada⁸⁵. Esto es así porque, entre otras razones, ambas categorías delictivas contienen bienes jurídicos distintos y elementos típicos también distintos⁸⁶.

Por su parte, *FERRADIS/MARTÍNEZ* argumentan –toda vez que descartan la posibilidad del concurso de normas– que la solución al tratamiento concursal que debe dispensarse a estos delitos está dada por la determinación de los bienes jurídicos tutelados en cada tipo penal. En tal sentido, sugieren que mientras el objeto de tutela del art. 285 CP es la confianza del inversor en el correcto funcionamiento del mercado de valores, el art. 442 CP protege el correcto funcionamiento de la Administración pública, concretamente la objetividad en la prestación de servicios; a partir de aquí ya puede intuirse la posición de estos autores respecto del delito de uso de información privilegiada por funcionario público o autoridad. Sin embargo, añaden otras consideraciones atinentes a los antecedentes históricos, la ubicación sistemática y la redacción misma del delito de funcionarios del art. 442 CP, llegando a la conclusión de que dicho precepto sólo protege tangencialmente al mercado de valores, pues su núcleo de protección es fundamentalmente “el funcionamiento objetivo e imparcial de la Administración”. Así, en cuanto a la interpretación histórica se alega que el art. 368 CP 1944/73 (actual art. 442 CP) fue introducido como respuesta a una serie de actos de corrupción política, por lo que no parece que el legislador estuviera pensando en brindar protección al mercado

⁸⁵ Cfr. *FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY*, EPCr, 2003, 150 ss.

⁸⁶ En este sentido, *MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ*, en: Cobo del Rosal (dir.), *Comentarios*, 1996, 1392; *DPE*, 2002, 125; *DP PE*, 2004, 586; *DPE PE*, 2005, 307; *DP PE*, 2008, 490; así tb., *RUIZ RODRÍGUEZ*, *Protección penal del mercado de valores*, 1997, 364; *TERRADILLOS BASOCO*, *Empresa y Derecho penal*, 2001, 244. A favor del concurso ideal de delitos, *HERNÁNDEZ SAINZ*, *APen* (9), 1997, 210; *MIR PUIG*, *Los delitos contra la Administración pública*, 2000, 373; *FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY*, EPCr, 2003, 151; *PRIETO DEL PINO*, *Uso de información privilegiada*, 2004, 311 n. 40; *RUBIO LARA*, *Parte especial*, 2006, 85. En contra de esta postura, expresamente, *VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS*, en: *Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.)*, *Comentarios*, 2005, 1447, sostienen que la aplicación de un concurso ideal de delitos infringiría claramente el principio *non bis in idem*, pues la conducta desleal del funcionario en el seno del mercado de valores supondría una doble valoración punitiva, sin poderse encontrar un fundamento que lo justifique.

de valores⁸⁷; esto incidió a su vez en la ubicación sistemática del precepto entre los delitos contra la Administración pública⁸⁸.

Con base en estas consideraciones, los autores citados concluyen que cuando la información privilegiada bursátil es utilizada por un funcionario público o autoridad se afectan simultáneamente dos bienes jurídicos, a saber: la confianza en el correcto funcionamiento del mercado financiero y el correcto funcionamiento de la función pública, por lo que el tratamiento aplicable es el del **concurso ideal** de delitos⁸⁹.

2. El insider trading y el delito de manipulación de las cotizaciones del art. 284 CP

Las descripciones típicas de los arts. 284 y 285 CP parecen coincidir en forma de círculos secantes en la medida en que ambas figuras delictivas comparten una zona común, aunque a su vez conservan su propio contenido de injusto. Dicha zona común está determinada por la posibilidad de manipular los precios de las cotizaciones mediante el uso de informaciones privilegiadas, de ahí la necesidad de determinar el tratamiento concursal aplicable frente a la eventual concurrencia de ambos tipos penales. Es preciso anticipar, no obstante, que se ha defendido la idea de que la utilización de

⁸⁷ En este sentido, LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, en: Bacigalupo (dir.), Curso, 2005, 364, señala que posiblemente lo que el legislador tuvo en su pensamiento fue la utilización de otro tipo de informaciones (distintas a la referida al mercado de valores) que ciertos funcionarios o autoridades podrían tener, v. gr., las de carácter urbanístico (recalificación de terrenos, etc) o las derivadas de las adquisiciones de bienes por parte del Estado.

⁸⁸ FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 153.

⁸⁹ FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 153; en parecidos términos, PRIETO DEL PINO (Uso de información privilegiada, 2004, 307 ss), sostiene que la dicción del art. 285 CP sí que permite incluir como sujetos activos a los funcionarios que por razón de su oficio o cargo hayan accedido a información privilegiada, dada la amplitud de la fórmula “con ocasión del ejercicio de su actividad profesional”, en consecuencia –prosigue su argumentación– cuando un funcionario público o autoridad realiza operaciones bursátiles con información privilegiada a la que ha tenido acceso por razón de su actividad profesional, y obtenga beneficios o cause perjuicios, deberá apreciarse un **concurso ideal** de delitos entre el art. 285 CP y el tipo básico del art. 442 CP, si bien en su primera variante, es decir, en la que castiga la conducta aunque no se haya obtenido el beneficio económico perseguido. Por su parte –sostiene– habrá concurso entre el tipo básico del art. 285 CP y el tipo agravado del art. 442 CP en los casos en los que el uso de información privilegiada haya generado un grave perjuicio a la causa pública o a terceros. Además, entiende que el subtipo agravado del art. 285.2 CP deberá ser considerado como delito especial frente al art. 442 CP, pues sólo así se evitaría incurrir en un *bis in idem* contrario al principio de proporcionalidad. Por último, sugiere que en los supuestos en los que un funcionario público –cuya labor no implique normalmente el acceso a informaciones privilegiadas– realice operaciones valiéndose de ventajas cognitivas serán de aplicación el art. 442 CP y el art. 81 LMV.

información privilegiada supone siempre, en última instancia, una manipulación de precios, pues quien negocia con base en una información no pública, obtenida por razón de su posición privilegiada, lo hace porque sabe que el precio del mercado no refleja el valor real del activo que él sí conoce; en consecuencia –alega GARCIA SANTOS– su negociación está enviando señales erróneas al mercado con relación al precio correcto⁹⁰.

a) La tesis del concurso de delitos

En este ámbito, *MARTÍNEZ-BUJÁN*, entre otros, defiende la existencia de un **concurso de delitos** entre ambas infracciones siempre que el sujeto, además de utilizar una información privilegiada para obtener un provecho económico en el sentido del art. 285 CP, intente así mismo manipular el precio de las cotizaciones (art. 284 CP); sin embargo, advierte que en la práctica lo normal será que no haya concurrencia entre dichas infracciones en la medida en que el *insider trading* no se caracteriza por pretender alterar el precio de los valores, sino precisamente por aprovechar el precio de los mismos en sus operaciones de compra y venta con finalidad lucrativa⁹¹.

⁹⁰ Cfr. GARCÍA SANTOS, *La regulación del abuso de mercado*, 2005, 166.

⁹¹ MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), *Comentarios*, 1996, 1381, 1382; en el mismo sentido, FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, *EPCr*, 2003, 155, 156, señalan que la finalidad del *insider* no es alterar la cotización, sino utilizar en su beneficio la cotización existente; así tb., ARROYO ZAPATERO, *El abuso de información privilegiada*, 1995, 57; CALDERÓN SUSÍN, *CuadDJ*, 1996, 250. Plantea sólo la cuestión, MONTES ÁLVARO, *El delito de información privilegiada*, 2004, 1248. En este sentido, es necesario tener en cuenta que antes de la aprobación del art. 285 CP varios autores plantearon la posibilidad de incluir las prácticas de iniciados en el art. 540 CP 1944/73 relativo a las maquinaciones para alterar el precio de las cosas, así, RODRÍGUEZ MOURULLO, *PJ*, 1988, 243, previó la posibilidad de aplicar el delito de maquinaciones para alterar el precio de las cosas (art. 540 CP 1944/73) a las operaciones de iniciados, llegando a la conclusión de que pese a la notable similitud de bienes jurídicos en ambas figuras delictivas, el delito de maquinaciones presentaba notables limitaciones para su aplicación al *insider trading*, pues tal tipo penal sólo podía entrar en juego si el iniciado, además de utilizar en beneficio propio la información privilegiada, intentaba alterar el precio natural que debía resultar de la libre concurrencia y lo hiciera por medio de alguno de los comportamientos típicos establecidos en el art. 540; así tb., AUGER LIÑÁN, *PJ*, 1988, 228, planteó la posible subsunción del uso de información privilegiada en los arts. 540 y 541 CP 1944/73; sin embargo, admitía la dificultad de incriminar el *insider trading* por medio de estos preceptos; DEFARGES, *El “insider trading” hoy*, 1987, 13, defendía la posibilidad de aplicar el art. 540 CP 1944/73 a las operaciones con información privilegiada siempre que tal abuso encajara al mismo tiempo en el delito de maquinaciones para alterar el precio de las cosas; CREMADES, *LL*, 1988, 907, sugería la aplicación del delito de maquinaciones para alterar el precio de las cosas a las operaciones de iniciados, aunque también invocaba otros tipos penales, a saber: estafa, hurto, apropiación indebida, falsedades o quebrantamiento del deber de secreto; GONZÁLEZ CUSSAC, *CPC*, 1989, 147, encuentra varias razones para descartar la aplicación del art. 540 a las operaciones de iniciados, a saber: a) que el delito de maquinaciones exige un determinado *modus operandi* que no encaja con el clásico delito de iniciados, b) que mientras en el delito de maquinaciones se manipula con noticias falsas, en el *insider trading* la información es verdadera, c) que en el *insider trading* no se exige ningún elemento subjetivo,

En parecidos términos, *BENÍTEZ ORTÚZAR* se muestra a favor de la existencia de un **concurso ideal** de delitos entre los tipos de los arts. 284 y 285 CP, ya que considera que la utilización de información privilegiada para intentar alterar el precio de determinados valores podría, al mismo tiempo, ser aprovechada para la obtención de un beneficio o la causación de un perjuicio superior a 600.000 euros, por lo que en estos casos la afectación a dos vertientes del mercado de valores justificaría la aplicación del concurso de delitos. Este extremo está avalado –a su juicio– por el hecho de que la regla penológica del art. 284 CP establece que se impone una pena de (...) “sin perjuicio de la pena que pudiera corresponderle por otros delitos cometidos”⁹².

b) La tesis del concurso de leyes

Otro sector de la doctrina, en cambio, defiende que entre el delito de iniciados y la manipulación de las cotizaciones debe apreciarse un concurso de normas a resolverse en

consistente en que el sujeto persiga alterar los precios, sino que sólo requiere el aprovechamiento de la información, d) que a diferencia del delito de maquinaciones, la conducta típica del delito de iniciados no es la que provoca el cambio en los precios y, por último, que para la ejecución del delito de maquinaciones no hace falta tener información alguna, sino que basta con difundir noticias falsas o tendenciosas; FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 69 ss, sostenía así mismo que el tipo de maquinaciones para alterar el precio de las cosas (art. 540 CP 1944/73) presentaba notables limitaciones para el castigo del *insider trading*, pues tal precepto sólo entra en juego si el iniciado intenta alterar el precio que resulta de la libre concurrencia y lo hiciera mediante alguna de las conductas descritas en el tipo del art. 540 CP. Por tal razón –sostiene– el tipo de maquinaciones suele ser inaplicable al comportamiento del iniciado, “quien por regla general no pretende establecer una vinculación entre el acto de la maquinación y el resultado de la alteración de precios, puesto que no desea tanto alterar los precios como obtener un beneficio económico por el uso de la información reservada”. En definitiva, alega que al iniciado le basta con utilizar la información que conoce, sin necesidad de maquinación alguna; SÁNCHEZ GUILARTE/TAPIA HERMIDA, RDBB, 1987, 787, planteaban interesantes argumentos *pro* y *en contra* de la aplicación del tipo del art. 540 CP 1944/73 a las operaciones de iniciados. En tal sentido, pues, como argumentos a favor alegaban la similitud del bien jurídico protegido en ambas categorías delictivas y que el ámbito de mayor incidencia de maquinaciones es precisamente el del mercado de valores, lo que se extrae de la específica referencia a los “títulos valores”. Entre los argumentos *en contra* destaca fundamentalmente que el iniciado que aprovecha la información no la manipula, sino que la utiliza o la suministra a terceros; asume esta postura, VARELA VARAS, AMF, 1992, 10, 11; VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, Noticias C.E.E, 1991, 43, analizan detenidamente la posibilidad de aplicación del anterior art. 540 CP 1944/3 a las operaciones con información privilegiada, llegando a la conclusión de que si bien las maquinaciones y el *insider trading* guardan cierta afinidad, lo cierto es que era preciso la tipificación expresa del abuso de información privilegiada en el mercado de valores.

⁹² Cfr. *BENÍTEZ ORTÚZAR*, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 382; *HERNÁNDEZ SAINZ*, APen (9), 1997, 210, también defiende la aplicación de un concurso ideal de delitos entre los tipos de los arts. 284 y 285 CP; así tb., *RUBIO LARA*, Parte especial, 2006, 85.

favor del art. 285 CP, bien atendiendo al principio de especialidad⁹³ o al de consunción⁹⁴. En el primer caso, *SUÁREZ GONZÁLEZ* sugiere que el art. 285 CP debe considerarse ley principal cuando la obtención de un beneficio vaya acompañada del intento de alterar los precios del mercado; sin embargo, advierte que el art. 284 CP se aplicará subsidiariamente cuando aun existiendo dicho intento el sujeto no obtenga un beneficio superior a la cuantía típica del art. 285 CP⁹⁵.

Por su parte, *MESTRE* niega tajantemente la existencia de un concurso de leyes entre los tipos de los arts. 284 y 285 CP, ya que a su juicio los respectivos ámbitos objetivos de aplicación de cada delito son sustancialmente distintos: en el primero se sanciona el uso de información privilegiada para alterar los precios que habrían de resultar de la libre concurrencia en el mercado, mientras que en las operaciones de iniciados se incrimina la utilización de información privilegiada para realizar transacciones, de conformidad con los precios libres del mercado, pero con la finalidad de obtener beneficios o causar perjuicios⁹⁶.

b) Posturas intermedias

Una tercera opinión, intermedia, admite la posibilidad de apreciar bien un concurso de normas o bien de delitos en atención a las circunstancias concretas. En tal sentido, *TERRADILLOS* defiende la tesis del concurso de normas a favor del art. 285 CP, pues entiende que la utilización de información privilegiada para intentar alterar los precios de los títulos valores queda consumida en dicho precepto si, además de concurrir la condición de iniciado en el sujeto activo, “el beneficio o perjuicio agoten la situación de

⁹³ Así, CALDERÓN CEREZO, DP PE, 1999, 875.

⁹⁴ En este sentido, GONZÁLEZ RUS, en: Cobo del Rosal (dir.), Curso, 1996, 821.

⁹⁵ SUÁREZ GONZÁLEZ, Compendio, 1998, 554.

⁹⁶ Cfr. MESTRE DELGADO, DP PE, 2008, 378; DP PE, 2001, 362.

peligro creada”, pero en consecuencia, si el peligro creado trasciende esos perjuicios, cabría aplicar –en su opinión– un concurso de delitos⁹⁷.

3. *Las operaciones de iniciados y el delito de revelación de secretos de empresa* (art. 279 CP)

En general, podría afirmarse que los problemas concursales que se derivan de la relación existente entre el delito de iniciados y el tipo de revelación de secretos de empresa (art. 279 CP) tienen su origen en aquellos “secretos de empresa” que están en íntima conexión con la cotización de valores e instrumentos financieros en el mercado bursátil, no planteándose, pues, mayores cuestiones concursales cuando el referido secreto escapa de la órbita del mercado de valores⁹⁸. A juicio de *BAJO/BACIGALUPO* una buena parte de casos subsumibles en el art. 285 CP lo serán también en el art. 279 CP, por lo que la cuestión del tipo penal aplicable debe resolverse como incógnita concursal, sin que la determinación del sujeto activo tenga especial relevancia en este ámbito⁹⁹.

⁹⁷ TERRADILLOS BASOCO, Protección penal del mercado financiero, 1998, 181; Empresa y Derecho Penal, 2001, 244; así tb., admite ambas posibilidades aunque en favor del art. 284 CP en el concurso de normas, FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 156, admiten la posibilidad de apreciar un concurso de delitos entre los arts. 284 y 285 CP siempre que la utilización de información privilegiada, además de perseguir una alteración en las cotizaciones, se lleve a cabo a través de unas conductas concretas y, sobre todo, con ánimo de obtener un beneficio superior a cierta cuantía. Esto es así por que –a juicio de los autores- en estos casos ninguno de los preceptos en cuestión abarcaría por sí mismo la totalidad de las características de la conducta. Por el contrario, defienden la idea del concurso de normas a favor del art. 284 CP cuando la información privilegiada se utilice exclusivamente para provocar una alteración de los precios, sin que el sujeto persiga beneficio alguno para sí o para tercero, pues en este caso –sostienen- la utilización de la información constituye un elemento propio del art. 284 CP, en concreto un medio comisivo de los enumerados en dicho precepto, por lo que tal conducta por sí misma no da lugar, en principio, a la aplicación de ninguna otra figura delictiva.

⁹⁸ Cfr. MONTES ÁLVARO, El delito de información privilegiada, 2004, 1247; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE PE, 2005, 307; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 518, entienden que la información privilegiada es una modalidad de secreto a que se refiere el art. 279 CP.

⁹⁹ BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 518; antes de la aprobación del art. 285 CP, RODRÍGUEZ MOURULLO, PJ, 1988, 244, entendía que los preceptos que requerían la *revelación de los secretos* (arts. 498, 499 y 360 CP 1944/73), no eran aplicables a las operaciones de iniciados cuando el aprovechamiento de la información privilegiada no estuviera acompañada de su comunicación a terceros; en el mismo sentido, FARALDO CABANA, EPCr, 1995, 73.

a) La tesis del concurso de delitos

Un sector de la doctrina entiende que cuando la información privilegiada constituye a su vez un secreto de empresa y la conducta del iniciado puede subsumirse en ambos preceptos (arts. 279 y 285 CP), no habrá inconvenientes para admitir la existencia de un concurso de delitos, siendo de aplicación –en atención al art. 77 CP– el delito de revelación de secretos de empresa¹⁰⁰. Sin embargo, *MONTES ÁLVARO* considera que solamente se excluiría la aplicación del art. 279 CP si la conducta estuviera agravada por alguno de los supuestos del apartado 2º del art. 285 CP, en cuyo caso habría que aplicar dicho subtipo agravado¹⁰¹.

b) Posiciones que defienden la aplicación preferente del concurso de normas

Hay quienes, por su parte, defienden que la interpretación correcta es la que sugiere apreciar un concurso aparente de normas, a resolverse en favor de la aplicación del art. 285 CP, sin perjuicio de la aplicación de un concurso de delitos en ciertos casos. Así, a juicio de este sector el concurso aparente de normas procede a favor del art. 285 CP siempre que la utilización del secreto de empresa en beneficio propio tenga por objeto valores y que la operación produzca un beneficio-perjuicio superior a 600.000 euros; en

¹⁰⁰ Así, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, DPE, 2002, 125, 126; DP PE, 2004, 586; DPE PE, 2005, 307; DP PE, 2008, 490; así tb., defienden la posibilidad del concurso de delitos, RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 365; MONTES ÁLVARO, El delito de información privilegiada, 2004, 1247; RUBIO LARA, Parte especial, 2006, 85; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 442, defiende expresamente la aplicación de un **concurso ideal** entre el delito de iniciados y la revelación de secretos de empresa. Al efecto expone algunas variantes: si la información privilegiada constituye, igualmente, un secreto de empresa los *insiders* que transmitan a terceras personas dicha información serán reprimidos de conformidad con las reglas del concurso ideal; sin embargo, advierte que tal tratamiento concursal sólo podrá aplicarse cuando la revelación del secreto (información privilegiada) no influya negativamente en el patrimonio de su titular –lo cual no se exige en la normativa anti-*insider*–, dicho de otra forma, que habrá concurso ideal siempre que la conducta del sujeto iniciado se limite a abusar de su posición de privilegio para obtener una ventaja económica.

¹⁰¹ MONTES ÁLVARO, El delito de información privilegiada, 2004, 1247, plantea así mismo la duda de si es posible aplicar el art. 279 CP o sólo una sanción administrativa cuando las operaciones de iniciados no superan la cuantía del beneficio-perjuicio típico.

caso contrario, es decir, cuanto la cuantía típica no supere dicha cifra será de aplicación el art. 279.2 CP¹⁰².

En contra de toda posibilidad de un concurso de leyes, MESTRE invoca la absoluta heterogeneidad de bienes jurídicos en ambas figuras delictivas, ya que a su juicio el art. 279 CP protege la información de que precisa la empresa para su participación y efectiva competencia en el mercado; mientras que el delito de iniciados protege las reglas de organización y participación de los inversores en el concreto ámbito del mercado de valores. En consecuencia, dicho autor señala que no hay posibilidad de incriminar dos veces la misma conducta en la medida en que la revelación de secretos perjudica a la empresa, en tanto que el uso de información privilegiada es inocuo para la empresa cuyas acciones son objeto de transacción¹⁰³.

Por otro lado, una parte del sector partidario del concurso de leyes sugiere la aplicación de un concurso de delitos cuando la información privilegiada se ajusta a los parámetros establecidos en ambos preceptos, es decir, cuando la información sea en parte un “secreto de empresa” y, a la vez, una información relevante que afecta a la cotización de los instrumentos financieros en el mercado bursátil¹⁰⁴.

¹⁰² En este sentido, BENÍTEZ ORTÚZAR, Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 381, advierte no obstante que la solución propuesta sólo es válida cuando el secreto de empresa es **efímero**, es decir, cuando dicho secreto se hará público en un breve lapso de tiempo por afectar la cotización de determinados valores en el mercado financiero. En caso contrario –sostiene– no podría considerarse información privilegiada a los efectos del art. 285 CP, un secreto de empresa como, por ejemplo, la fórmula de una bebida patentada, pues ese secreto no forma parte de la información relevante para la cotización en el mercado. Por su parte, SUÁREZ GONZÁLEZ, Compendio, 1998, 554, defiende la existencia de un concurso de leyes en el que media una relación de consunción (art. 8.3 CP) entre el art. 285 CP y el art. 279 CP párrafo segundo (utilización de secreto de empresa en beneficio propio), que es –a juicio del autor– *lex consumtae* en los casos en los que la utilización del secreto de empresa en provecho propio incida sobre títulos valores y que la operación genere un beneficio superior a la cuantía típica del art. 285 CP; en el mismo sentido, MORENO CÁNOVEZ/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 220, señalan que el contenido de injusto del art. 285 CP abarca y consume (art. 8.3 CP) al del art. 279.2º CP.

¹⁰³ Cfr. MESTRE DELGADO, DP PE, 2008, 378; DP PE, 2001, 362, quien aclara que si bien la base del castigo de ambas conductas está determinada por la obligación de reserva sobre determinadas informaciones, dicho deber no tiene el mismo contenido, fundamento, ni la misma finalidad.

¹⁰⁴ Así, BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 382.

4. *El suministro de información privilegiada y el delito de revelación de secretos e informaciones por funcionario (art.417 CP)*

A diferencia del tipo del art. 418 CP que alude expresamente al aprovechamiento de una información privilegiada por particulares, la descripción típica del art. 417 CP se limita a castigar al funcionario público que revelare secretos o **informaciones** de los que tenga conocimiento por razón de su oficio o cargo, por lo que la referencia genérica a cualquier información podría avalar la tesis de que el tipo del art. 417 CP admite, así mismo, el castigo del funcionario que revela información privilegiada sobre títulos valores cotizados en el mercado bursátil. Esta afirmación daría lugar a la posibilidad de plantear eventuales cuestiones concursales entre los tipos de los arts. 285 y 417 CP; así pues, de admitirse tal posibilidad habría que concretar qué tipo de relación concursal prevalece entre ambas infracciones. En tal sentido, *GONZÁLEZ RUS* y *CALDERÓN CEREZO* defienden la existencia de un concurso de normas, que debe resolverse a favor del art. 285 CP por constituir *lex specialis*¹⁰⁵.

Mientras la relación concursal entre los arts. 285 y 442 CP está determinada por la modalidad típica del “uso” de información privilegiada, común en ambos preceptos, los problemas concursales que pueden suscitarse entre los arts. 285 y 417 CP giran en torno a la modalidad típica del “suministro” de información privilegiada, pues aunque el tipo del art. 417 CP utiliza en su descripción el término “revelar”, lo cierto es que no parece que haya mayores inconvenientes para admitir que la información privilegiada bursátil puede llegar a manos de terceros tanto si le fue revelada como suministrada. En consecuencia, las distintas opiniones alusivas a relaciones concursales entre el delito de iniciados y el tipo de uso de información privilegiada por funcionario o autoridad, pueden reproducirse *mutatis mutandis* para los problemas concursales que enfrentan los tipos de los arts. 285 y 417 CP.

¹⁰⁵ Cfr. *GONZÁLEZ RUS*, en: Cobo del Rosal (dir.), Curso, 1996, 821; *CALDERÓN CEREZO*, DP PE, 1999, 875.

5. *El insider trading y el aprovechamiento por particulares de la información privilegiada que obtiene de un funcionario (art. 418 CP)*

El concepto normativo de “información privilegiada” como elemento común de la descripción típica del insider trading y del delito del art. 418 CP ha motivado la discusión sobre la relación concursal que debe apreciarse entre ambas infracciones delictivas. Sin embargo, antes de exponer las distintas posturas al respecto es preciso tener en cuenta las características propias de los tipos en cuestión; así, mientras el art. 285 CP prevé un delito especial por medio del cual se castiga a quienes abusan de una posición de privilegio informativo (a los iniciados primarios), el tipo del art. 418 CP constituye un delito común, cuya conducta típica puede ser realizada por cualquier persona que explota la información privilegiada que ha recibido de un funcionario público.

Hecha esta precisión, es evidente que en principio no parece admisible que puedan plantearse problemas concursales entre los delitos de los arts. 285 y 418 CP, ya que los destinatarios de la prohibición de este último precepto no están abarcados por la descripción típica del art. 285 CP, por lo que únicamente procede establecer los límites de aplicación entre una y otra figura delictiva¹⁰⁶. La proximidad de ambos tipos se ha explicado partiendo de la base de que el art. 418 CP también hace referencia a informaciones privilegiadas que afectan al mercado de valores y, en consecuencia, se ha defendido que es la única vía para el castigo del outsider que llega al conocimiento de la información a través del insider¹⁰⁷. Podría plantearse, no obstante, la imposibilidad de que el art. 418 CP sea aplicable a los no iniciados que explotan el conocimiento

¹⁰⁶ HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 210, sostiene que entre los arts. 285 y 418 CP no se plantean problemas concursales, ya que el primero sólo sanciona a los iniciados primarios y no a los particulares que utilizan la información que obtienen de un funcionario iniciado; en parecidos términos, FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 154, advierten que no estamos aquí entre un supuesto de concurrencia entre el art. 285 y 418 CP, sino que, en la medida en que la información a la que alude el art. 418 CP se refiera al mercado de valores, constituye éste el único fundamento legal para la punibilidad del *outsider*.

¹⁰⁷ En este sentido, FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 154, señalan que el art. 418 CP constituye el único caso de incriminación penal del *outsider* que está fuera de la órbita de aplicación del art. 285 CP. Al parecer –sostienen– el legislador ha considerado que el único caso en el que la conducta del *outsider* es penalmente relevante se da cuando el iniciado que le proporciona la información es un funcionario público.

reservado en el ámbito del mercado de valores¹⁰⁸, de la misma manera que un sector defiende la inaplicabilidad del art. 442 CP a los supuestos de abuso de información privilegiada bursátil.

Pese a que, como hemos advertido, no parece factible plantear cuestiones concursales entre los arts. 285 y 418 CP, un sector doctrinal defiende la existencia de un concurso de normas, que debe resolverse a favor del art. 285 CP que constituye una norma especial¹⁰⁹, mientras que algún otro autor ha planteado la posibilidad de apreciar un concurso de delitos entre ambos tipos penales¹¹⁰.

6. *El delito de estafa y las operaciones con información privilegiada*

Aunque bajo la vigencia del CP 1944/73 la ausencia de un tipo penal autónomo que incriminara las operaciones de iniciados propició la sugerencia de que los abusos de información privilegiada bursátil debían castigarse por medio del delito de estafa, lo cierto es que una vez aprobado el art. 285 CP no dejó de plantearse por completo la posibilidad de que el insider trading concurriera con otras figuras delictivas contra el patrimonio, particularmente con el delito de estafa (art. 248 CP)¹¹¹. Es preciso, por tanto, determinar en qué supuestos podrían plantearse problemas concursales entre ambas categorías delictivas que, a diferencia de los tipos penales analizados hasta ahora, no contienen en sus descripciones típicas elementos inequívocamente comunes, como por ejemplo, el de usar o suministrar información privilegiada. En el presente análisis

¹⁰⁸ Sobre las limitaciones de aplicación del art. 418 CP a los *outsiders* que obtienen la información de un iniciado no funcionario, ESTEVAN DE QUESADA, RGD, 1995, 13471.

¹⁰⁹ Así, GONZÁLEZ RUS, en: Cobo del Rosal (dir.), Curso, 1996, 821; CALDERÓN CEREZO, DP PE, 1999, 875.

¹¹⁰ En este sentido, RUBIO LARA, Parte especial, 2006, 85.

¹¹¹ Así, FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 156; JAÉN VALLEJO, CPC (97), 2009, 123; en la doctrina alemana, HELDMANN, ZKW (11), 1992, 14, antes de la regulación actual del *insider trading*, planteaba ya la aplicabilidad de los tipos de estafa (*Betrug*) o administración desleal (*Untreue*) a las operaciones con información privilegiada; ALTENHAIN, Kölner Kommentare zum Unternehmens, 2007, 2517, admite la posibilidad de apreciar unidad de hecho entre el uso de información privilegiada y el delito de estafa del § 263 StGB; sin embargo, señala que en la mayoría de los casos el tipo de la estafa no se realiza porque o bien la información es verdadera o bien el autor no está obligado a comunicarla. Además –sostiene– la aplicación del § 263 StGB casi siempre falla por la dificultad de demostrar el perjuicio patrimonial de los inversores.

también tomaremos en consideración las distintas aportaciones de quienes bajo la vigencia del CP 1944/73 planteaban ya el castigo del delito de iniciados a través del delito de estafa del entonces vigente art. 528 CP.

En principio, plantear cuestiones concursales entre el delito de estafa y el delito de iniciados podría resultar, a primera vista, poco viable; sin embargo, desde la perspectiva de quienes defienden que el art. 285 CP penaliza conductas que afectan, además del correcto funcionamiento del mercado, al patrimonio de los inversores individuales, sí que sería posible advertir problemas jurídico-penales frente a la eventual concurrencia de ambas figuras delictivas¹¹².

En este sentido, quienes admiten que el delito de iniciados también protege el patrimonio del inversor individual tendrían que responder qué tratamiento concursal es aplicable cuando una operación con información privilegiada causa un perjuicio de relevancia en el patrimonio del inversor. Para esto proponemos los dos ejemplos más característicos de insider trading, a saber: a) el supuesto del iniciado que vende sus títulos a un buen precio, sabiendo que en los próximos días dichos instrumentos financieros sufrirán una caída estrepitosa producto de la divulgación de una información que refleja el estado de insolvencia de una determinada compañía o, b) la conducta del iniciado que compra títulos valores a un precio menor, a sabiendas de que en un breve lapso de tiempo tendrán una importante plusvalía que les permitirá obtener jugosas ganancias. En el primer caso, no habría mayores problemas para admitir que efectivamente se ha producido un perjuicio patrimonial del que se ha librado el iniciado al vender, sin comunicarlo a su contraparte, unos instrumentos financieros que sufrirían una inminente caída de precios; en el segundo supuesto, en cambio, no está tan claro que la contraparte del iniciado haya sufrido un perjuicio patrimonial por el hecho de que no hayan sido colmadas sus expectativas de ganancia, expectativas éstas que –a juicio de algunos– no encajan dentro del concepto de patrimonio. Ambas posibilidades, pues, serán analizadas

¹¹² ARROYO ZAPATERO, El abuso de información privilegiada, 1994, 69, sostiene que el uso de información privilegiada puede ocasionar *perjuicios patrimoniales a titulares* de los valores de que es objeto o a los candidatos a negociar con ellos, lo cual es de suma importancia para determinar sus relaciones con el delito de estafa y para la construcción del tipo penal; en parecidos términos, JAÉN VALLEJO, CPC (97), 2009, 123.

–sin pretensión de exhaustividad por exceder de los límites de nuestro estudio– a continuación.

a) El iniciado que vende títulos valores a sabiendas de la posterior e inminente caída de las cotizaciones: la teoría de los actos concluyentes como vía para admitir los supuestos de engaño omisivo

En el ámbito concreto del delito de estafa, un importante sector doctrinal ha planteado el problema que plantea la aplicación de dicho tipo penal frente a los casos de **engaño omisivo**, es decir, frente a aquellas conductas que no representan de forma inequívoca un engaño activo (v. gr., proporcionar datos falsos), sino más bien frente a conductas por medio de las cuales el sujeto omite proporcionar un dato relevante para celebración de un determinado acto (v. gr., la firma de un contrato, la entrega de un bien o la prestación de un servicio) que finalmente ocasiona perjuicios patrimoniales a la contraparte de la transacción. Se trata, entonces, de conductas por medio de las cuales el sujeto se limita a guardar silencio, a sabiendas de la errónea representación de que es víctima su contraparte, y procede a realizar la negociación. La cuestión es, pues, si tal omisión puede constituir engaño bastante para producir error e inducir a otro a realizar un acto de disposición patrimonial que le perjudica.

Tal cuestión ha sido abordada desde dos perspectivas, a saber: a) la reconducción del silencio a la teoría de los actos concluyentes y, b) el tratamiento del silencio como una particular forma de omisión¹¹³. En el primer caso, se argumenta que el silencio, unido a otras circunstancias, constituye, en realidad, una conducta engañosa activa, es decir, se dota al silencio de valor concluyente¹¹⁴; en el segundo caso, en cambio, el silencio del

¹¹³ Cfr. VALLE MUÑIZ, ADPCP, 1986, 865; El delito de estafa, 1987, 174; PÉREZ MANZANO, en: Bajo Fernández (dir.), Compendio, 1998, 446; MAGALDI PATERNOSTRO, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), Comentarios, 2004, 748; GONZÁLEZ RUS, en: Cobo del Rosal (coord.), DPE PE, 2004, 493, 494; GARCÍA MOSQUERA, La estafa de seguro, 2006, 218 ss; QUERALT JIMÉNEZ, DPE PE, 2008, 456.

¹¹⁴ VALLE MUÑIZ, ADPCP, 1986, 867, 868; El delito de estafa, 1987, 175, defiende la posibilidad de que el silencio pueda constituir engaño bastante siempre que “aparezca en el seno de un comportamiento complejo positivo, donde cobra relevancia no tanto la mera omisión, cuanto la acción concluyente que toda la conducta supone”. En consecuencia, el autor sostiene que las conductas omisivas que revelen un concreto y evidente significado engañoso deben considerarse conductas concluyentes y, en este sentido,

sujeto es valorado desde la perspectiva de la omisión, lo que permitiría defender la existencia de un delito de estafa en comisión por omisión¹¹⁵. Esta última postura es rechazada por quienes entienden que el elemento típico del engaño sugiere una conducta eminentemente activa, incompatible por tanto con cualquier modalidad omisiva.

positivas; así tb., MAGALDI PATERNOSTRO, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), Comentarios, 2004, 748; así tb., aunque no expresamente, QUINTANO RIPOLLÉS, Tratado (2ª ed., puesta al día por García Valdés), 1977, 599, 600. En la jurisprudencia, mayoritariamente suele reconducirse el silencio a la teoría de los actos concluyentes, así, entre otras, STS de 10 noviembre de 1978 (RJ 1978/3646); STS de 15 junio de 1981 (RJ 1981/2658); STS de 22 noviembre de 1986 (RJ 1986/7007); STS núm. 661/1995, de 18 mayo (RJ 1995/4499); STS núm. 195/1996, de 4 marzo (RJ 1996/1954); STS núm. 1324/2001, de 6 julio (RJ 2001/6368).

¹¹⁵ ANTÓN ONECA, NEJ, 1982, 64, 65, admitía la posibilidad de reconducir el silencio a la teoría general de la omisión impropia; sin embargo, advertía que algunos supuestos que eran considerados como estafa por omisión no eran tales, sino que podrían reconducirse a la teoría de los actos concluyentes, v. gr., el que en un restaurante come y no paga, engaña, pero no por callar su falta de dinero, sino porque la acción de entrar al establecimiento y pedir un cubierto da a entender que el sujeto tiene capacidad y disposición de pago; así tb., admiten el engaño omisivo para el delito de estafa en comisión por omisión, QUERALT JIMÉNEZ, DPE PE, 2008, 456; MUÑOZ CONDE, DP PE, 2004, 428; GONZÁLEZ RUS, Los intereses económicos de los consumidores, 1986, 282 ss; en: Cobo del Rosal (coord.), DPE PE, 2004, 493, 494; RODRÍGUEZ DEVESA/SERRANO GÓMEZ, DPE PE, 1994, 502; BUSTOS RAMÍREZ, Manual, 1986, 227; GÓMEZ BENÍTEZ, ADPCP, 1985, 343, 344; GARCÍA MOSQUERA, La estafa de seguro, 2006, 229, sugiere que no es razonable excluir de entrada la posibilidad de que el delito de estafa se realice en comisión por omisión, aunque admite que en el ámbito concreto de la estafa de seguro es poco probable la posibilidad de apreciar una estafa omisiva; PÉREZ MANZANO, en: Bajo Fernández (dir.), Compendio, 1998, 447, no descarta por completo la posibilidad de apreciar una estafa omisiva; sin embargo, advierte que al ser la estafa un delito de conducta tasada ello impone límites a la tipicidad de la omisión. La jurisprudencia española ha admitido en algunos casos la estafa por omisión, así, entre otras, STS 6/12/1974; STS 10/11/1978; STS 29/6/1978; STS de 20 marzo de 1985 (RJ 1985\1979); STS de 22 noviembre de 1986 (RJ 1986\7007); STS de 27 abril de 1990 (RJ 1990\3352); STS de 23 septiembre de 1993 (RJ 1993\6781); STS núm. 94/1997, de 7 febrero (RJ 1997/657); STS núm. 7/2000, de 18 enero (RJ 2001/175); STS núm. 1036/2003, de 2 septiembre (RJ 2004/459); STS núm. 591/2007, de 2 julio (RJ 2007/4923). Niegan que el silencio pueda generar responsabilidad penal por estafa en comisión por omisión, VALLE MUÑIZ, El delito de estafa, 1987, 182; ADPCP, 1986, 875, 876, señala que la modalidad de acción del delito de estafa cierra el camino a la tipicidad de meras conductas omisivas; SILVA SÁNCHEZ, CPC, 1987, 343, 344, entiende que la característica de la estafa como delito con medios determinados (*verhaltensgebundenes Delikt*) constituye un argumento suficiente para negar la posibilidad de su concurrencia a través de la estructura de la omisión impropia; CHOCLÁN MONTALVO, El delito de estafa, 2000, 145, haciendo un paralelismo entre el delito de estafa y la inducción, sostiene que la mera omisión no puede configurar el engaño típico en la medida en que –según la doctrina mayoritaria– no es posible la inducción por omisión; MAGALDI PATERNOSTRO, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), Comentarios, 2004, 749, en contra de la comisión por omisión en el delito de estafa alega fundamentalmente dos razones, a saber: a) que no es posible afirmar contundentemente que exista un deber de garantía general derivado de la buena fe en el tráfico cuya infracción sea penalmente sancionable y, b) que al ser la estafa un tipo de organización, el engaño debe trascender a sí mismo para producir una ingerencia instrumentalizadora de la libertad del tercero, lo que es difícilmente admisible cuando alguien simplemente calla; QUINTANO RIPOLLÉS, Tratado (2ª ed., puesta al día por García Valdés), 1977, 600, sugiere que –en general– las puras conductas omisivas de callar defectos o vicios de la cosa, no parecen susceptibles de encuadrarse en la estafa, dando solamente lugar a responsabilidades civiles.

Por su parte, en los intentos de aplicar el delito de estafa a los supuestos de insider trading antes de la aprobación del art. 285 CP, *RODRÍGUEZ MOURULLO* ya ponía de manifiesto los problemas que suponían los casos en los que el iniciado se aprovechaba de conocimientos que reflejaban perspectivas desfavorables para una sociedad y, en tal sentido, planteaba la cuestión de hasta qué punto el hecho de silenciar la verdadera situación económica de la compañía podía constituir engaño bastante a los efectos del delito de estafa (art. 528 CP 1944/73). El citado penalista planteaba que aun admitiendo que el silencio del iniciado podía equipararse a la “efectiva inducción a error mediante engaño”, tal equivalencia estaría sometida a la existencia de un deber jurídico de informar que, en caso de existir, sólo alcanzaría a algunos iniciados, v. gr., los administradores de la sociedad, no así a todos los poseedores de información privilegiada, como es el caso de los asesores económicos, financieros o jurídicos que prestan sus servicios profesionales. En consecuencia, *RODRÍGUEZ MOURULLO* señalaba que el delito de estafa sólo podía aplicarse, todo lo más, en los casos en que el iniciado, conocedor de las condiciones económicas desfavorables de la sociedad y teniendo el deber de informar sobre las mismas, guarda silencio y realiza operaciones con información privilegiada bursátil de las que se derivan perjuicios patrimoniales para otros¹¹⁶.

En la doctrina alemana, *SCHÜNEMANN* considera que las operaciones con información privilegiada causan perjuicios a la contraparte de la transacción y, en este sentido, constituyen en realidad un delito de estafa estructural caracterizada por la ausencia de contacto directo con la víctima, por lo que la falta de información del iniciado sobre las

¹¹⁶ Cfr. *RODRÍGUEZ MOURULLO*, PJ, 1988, 243; asume esta postura, *FARALDO CABANA*, EPCr, 1995, 68; *GONZÁLEZ CUSSAC*, CPC, 1989, 148, 149, descartaba la aplicación del delito de estafa a las operaciones de iniciados, argumentando que éstas no exigían la concurrencia de engaño y menos aún la existencia de un acto de disposición patrimonial; en el mismo sentido, *GÓMEZ INIESTA*, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 442, defiende expresamente la imposibilidad de castigar las operaciones de iniciados a través del delito de estafa debido a la peculiaridad de cada uno de sus elementos; así tb., en alusión a la regulación peruana, *REYNA ALFARO*, La protección penal del mercado de valores, 2001, 15, 16, sostiene que la estafa implica lesión del patrimonio ajeno, mientras que el delito de iniciados lesiona únicamente el correcto funcionamiento del mercado de valores, por lo que no se puede admitir que a través de esta conducta se irroguen daños a patrimonios ajenos en el sentido de la estafa.

incidencias negativas de los títulos constituye –a su juicio– un engaño típico reconducible a la teoría de los actos concluyentes¹¹⁷.

b) El iniciado que compra a menor precio títulos valores conociendo que habría una importante alza en las cotizaciones que le generaría importantes beneficios económicos: ¿las expectativas de ganancias como elemento del patrimonio?

Los casos que aquí analizan consisten en operaciones de **compra** de títulos valores por parte del iniciado a sabiendas de que al publicarse la información privilegiada que le motiva a efectuar dicha transacción, la cotización de dichos valores se incrementará sustancialmente, pudiendo por tanto obtener una plusvalía considerable. La cuestión a resolver es, pues, si la venta de los títulos –por parte del inversor que desconoce hasta ese momento la información– ocasiona un perjuicio en su patrimonio al habersele privado de la posibilidad de obtener mayores ganancias al darse a conocer la información relevante para las cotizaciones. Por tanto, la discusión se centra en si las expectativas fallidas de ganancias constituyen o no un perjuicio patrimonial¹¹⁸.

Para dilucidar esta cuestión es preciso, en primer lugar, determinar qué se entiende por perjuicio patrimonial, lo cual dependerá del concepto de patrimonio que se adopte¹¹⁹. Así, desde la perspectiva del concepto jurídico de patrimonio –desarrollado inicialmente por *BINDING* y *MERKEL*– se ha negado que las expectativas de lucro constituyan elementos de valor patrimonial cuya defraudación implique perjuicios patrimoniales, la razón: mediante el delito de estafa sólo se protege a su titular de “ser más pobre”, pero

¹¹⁷ SCHÜNEMANN, en: Entrevistas concedidas en el Institut für die gesamten Strafrechtswissenschaften, Rechtsphilosophie und Rechtsinformatik, con fechas 5 de julio de 2007 y 26 de agosto de 2009.

¹¹⁸ Es preciso advertir, no obstante, que las consideraciones que a continuación se exponen están referidas en general a los delitos contra el patrimonio y, en especial, al delito de estafa.

¹¹⁹ ZUGALDÍA ESPINAR, Los delitos contra la propiedad, 1988, 53, señala que puede afirmarse que en el ámbito jurídico-penal el concepto de patrimonio nace por y para la estafa y se desarrolla a partir de sus exigencias.

no de la frustración de ser más rico¹²⁰. La concepción jurídica del patrimonio está íntimamente vinculada a las normas jurídico-civiles, en particular, al derecho subjetivo privado; en tal sentido, se concibe el patrimonio como el conjunto de derechos y deberes patrimoniales de la persona, por lo que un objeto sólo tendrá valor patrimonial cuando se concreta en un derecho subjetivo. En consecuencia, el perjuicio patrimonial se produce – como señala *HUERTA TOCILDO*– con la pérdida de los derechos subjetivos patrimoniales o en su gravamen con una análoga obligación, con independencia de si tal pérdida es o no evaluable en dinero, lo que a su juicio supone aceptar, como objeto de un delito patrimonial, “también a las cosas privadas de un valor económico y dotadas de un simple valor de afección”¹²¹.

La principal consecuencia de la teoría jurídica del patrimonio es, a los efectos que aquí interesan, la exclusión de las expectativas de ganancias del concepto de patrimonio y de perjuicio patrimonial, siendo ésta una de las razones por las que dicha tesis se encuentra actualmente abandonada¹²².

Por el contrario, desde la perspectiva de la concepción económica del patrimonio sí que es posible –como acertadamente sugiere *GARCÍA MOSQUERA*– atribuir valor patrimonial a las expectativas de ganancias, pues tal concepto entiende que forma parte del patrimonio toda posición dotada de valor económico en el tráfico, con independencia de que pueda concretarse o no en un derecho subjetivo o si goza de reconocimiento jurídico; en tal sentido, si las expectativas son económicamente mensurables en el momento actual se entenderá que forman parte del patrimonio y que, consecuentemente, merecen protección penal¹²³. La principal consecuencia de esta tesis es que otorga

¹²⁰ Cfr. GALLEGO SOLER, Responsabilidad penal, 2002, 116, n. 64; GARCÍA MOSQUERA, La estafa de seguro, 2006, 183.

¹²¹ HUERTA TOCILDO, Protección penal, 1980, 30.

¹²² Sobre las consecuencias y críticas a la concepción jurídica del patrimonio, *vid.* ampliamente, HUERTA TOCILDO, Protección penal, 1980, 30 ss; GONZÁLEZ RUS, Los intereses económicos de los consumidores, 1986, 259, 260; VALLE MUÑIZ, El delito de estafa, 1987, 80; ZUGALDÍA ESPINAR, Los delitos contra la propiedad, 1988, 54; MARTOS NÚÑEZ, El perjuicio patrimonial, 1990, 20 ss; RODRÍGUEZ MONTAÑÉS, PJ, 1995, 531, 532; GALLEGO SOLER, Responsabilidad penal, 2002, 323-333.

¹²³ GARCÍA MOSQUERA, La estafa de seguro, 2006, 184; RODRÍGUEZ MONTAÑÉS, PJ, 1995, 532; CHOCLÁN MONTALVO, El delito de estafa, 2000, 175.

protección jurídico-penal a posiciones económicas no reconocidas jurídicamente como derechos subjetivos¹²⁴.

De igual forma, las expectativas de lucro estarían comprendidas en el concepto mixto o jurídico-económico de patrimonio que entiende por bienes patrimoniales a aquellos que tienen un valor económico y que gozan de reconocimiento jurídico; en tal sentido, ANTÓN ONECA sostenía que “sólo deben merecer protección penal los valores económicos jurídicamente reconocidos”¹²⁵, así también, RODRÍGUEZ DEVESA afirmaba que “el patrimonio es un concepto económico, aunque referido al orden jurídico”¹²⁶; por su parte, MARTOS NÚÑEZ señala que la teoría mixta –que a su juicio es la más correcta– limita los bienes y derechos patrimoniales a los económicamente valubles y exige, además, “que sean poseídos por el sujeto en virtud de una relación conocida por el ordenamiento jurídico”¹²⁷. La concepción mixta o jurídico económica de patrimonio es la tesis dominante en la doctrina jurídico-penal¹²⁸.

Ahora bien, como apuntábamos al inicio, si bien las expectativas de lucro podrían incluirse dentro de esta concepción de patrimonio, lo cierto es que su admisión estaría condicionada –como sugiere un importante sector de la doctrina- a que se trate de expectativas jurídicamente fundadas, no admitiéndose por tanto las expectativas inciertas o aspiraciones vagas e imprecisas¹²⁹. En este sentido, destacan las opiniones de ANTÓN

¹²⁴ Sobre las consecuencias y críticas a la concepción económica del patrimonio, *vid.* ampliamente, ANTÓN ONECA, NEJ, 1982, 68; GONZÁLEZ RUS, Los intereses económicos de los consumidores, 1986, 260; VALLE MUÑIZ, El delito de estafa, 1987, 81, 82; ZUGALDÍA ESPINAR, Los delitos contra la propiedad, 1988, 54, 55; MARTOS NÚÑEZ, El perjuicio patrimonial, 1990, 23 ss; RODRÍGUEZ MONTAÑÉS, PJ, 1995, 532; GALLEGU SOLER, Responsabilidad penal, 2002, 333-336.

¹²⁵ ANTÓN ONECA, NEJ, 1982, 68.

¹²⁶ RODRÍGUEZ DEVESA, DPE PE, 1988, 349.

¹²⁷ MARTOS NÚÑEZ, El perjuicio patrimonial, 1990, 29.

¹²⁸ Así, GONZÁLEZ RUS, Los intereses económicos de los consumidores, 1986, 260; ZUGALDÍA ESPINAR, Los delitos contra la propiedad, 1988, 56; MARTOS NÚÑEZ, El perjuicio patrimonial, 1990, 28; RODRÍGUEZ MONTAÑÉS, PJ, 1995, 532. Asumen esta tesis, entre otros, HUERTA TOCILDO, Protección penal, 1980, 35 ss; ANTÓN ONECA, NEJ, 1982, 68; BUSTOS RAMÍREZ, Manual, 1986, 229; VALLE MUÑIZ, El delito de estafa, 1987, 83 ss.

¹²⁹ *Vid.* la objeción que sobre este aspecto proponen, ROMERO BARRANQUERO, Los elementos del tipo de estafa, 1985, 268 ss; CHOCLÁN MONTALVO, El delito de estafa, 2000, 175.

ONECA, MARTOS NÚÑEZ, QUERALT o VALLE MUÑIZ, entre otros. Así, a juicio del primero de los autores citados también pertenecen al patrimonio las expectativas, pero no las inciertas, v. gr., la posible herencia o el premio de la lotería, exigiendo por tanto que las expectativas tengan un fundamento jurídico¹³⁰; MARTOS NÚÑEZ expresa que las simples esperanzas generales e indeterminadas no tienen un valor patrimonial y, en consecuencia, las expectativas inciertas no pertenecen al patrimonio, sugiriendo por tanto que sólo pertenecen al concepto de patrimonio las expectativas de contenido económico que sean ciertas, presentes y comprobadas¹³¹; QUERALT sostiene que dentro del perjuicio puede incluirse el **lucro cesante** “siempre que sea cierto y no una mera hipótesis”¹³²; VALLE MUÑIZ, por su parte, entiende que las expectativas deben tener una base jurídica preexistente, no futura e incierta¹³³.

En contra de las posturas antes mencionadas, RODRÍGUEZ DEVESA/SERRANO GÓMEZ sostienen que el perjuicio patrimonial debe ir referido a la situación existente en el momento de cometerse el delito, por lo que no forman parte del patrimonio aquellos elementos que aún no están incluidos en él al momento de consumarse el delito, dicho de otra forma: el patrimonio está constituido solamente por el “daño emergente”, mientras que el “lucro cesante” sólo tiene relevancia en el ámbito de la responsabilidad civil¹³⁴. En el mismo sentido, GONZÁLEZ RUS advierte que las expectativas de ganancia que consisten en un incremento patrimonial probable (lucro cesante) sólo serán relevantes en sede de responsabilidad civil¹³⁵.

¹³⁰ ANTÓN ONECA, NEJ, 1982, 69.

¹³¹ MARTOS NÚÑEZ, El perjuicio patrimonial, 1990, 56, 63.

¹³² QUERALT JIMÉNEZ, DPE PE, 2008, 459.

¹³³ VALLE MUÑIZ, El delito de estafa, 1987, 83; en parecidos términos, MAGALDI PATERNOSTRO, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), Comentarios, 2004, 759, admite que sólo las expectativas que se hallen contractualmente establecidas y delimitadas pueden incluirse dentro del concepto de patrimonio, por lo que -fuera de esos casos- el lucro cesante *in genere* sólo encuentra acomodo en sede de responsabilidad civil, no siendo posible por tanto su inclusión dentro del perjuicio típico del delito de estafa; BUSTOS RAMÍREZ, Manual, 1986, 229, sugiere que en la determinación del perjuicio pueden entrar en consideración las expectativas o lucros futuros.

¹³⁴ RODRÍGUEZ DEVESA/SERRANO GÓMEZ, DPE PE, 1994, 500.

¹³⁵ GONZÁLEZ RUS, Los intereses económicos de los consumidores, 1986, 261; más recientemente en: Cobo del Rosal (dir.), Curso, 1996, 671, 672; CHOCLÁN MONTALVO, El delito de estafa, 2000, 175, señala que la discusión no se centra en determinar si las expectativas de derecho y el lucro cesante deben

Volviendo al ámbito concreto del delito de iniciados, quienes –como *RODRÍGUEZ MOURULLO*– valoraban la posibilidad de su punición por medio del delito de estafa entendían que, al exigir este delito un perjuicio en el patrimonio ajeno, quedaban fuera de esta figura delictiva los supuestos en los que el iniciado aprovechaba sus conocimientos confidenciales relativos a la futura mejora de las perspectivas económicas de una sociedad; en tales casos –sostenía– el insider habría quebrantado el principio de igualdad de oportunidades, pero no podría afirmarse que hubiera irrogado un perjuicio en patrimonio ajeno en el sentido del delito de estafa¹³⁶. Podría, además, argumentarse que no hay delito de estafa cuando existe un lucro dejado de percibir con el negocio vendido por engaño, pero a su precio real¹³⁷, ya que cuando el iniciado compra los títulos valores, los vendedores lo hacen al precio real fijado por el mercado en ese momento.

Pues bien, como hemos apuntado, la metodología adoptada para explicar las relaciones existentes entre el delito de iniciado y el tipo de la estafa sólo tiene sentido en la medida en que se admita que las operaciones de venta o, en su caso, de compra de valores con información privilegiada ocasionan perjuicios patrimoniales a la contraparte del iniciado, pues si se niega –como hace un importante sector de la doctrina– que las operaciones de iniciados causen perjuicio alguno a la contraparte de la transacción, entonces no habría

tomarse en consideración a los efectos de la responsabilidad civil, lo cual le parece evidente a la luz del art. 110 CP, sino en determinar si el perjuicio que deviene de las expectativas defraudadas es constitutivo del delito de estafa. En la jurisprudencia, la STS núm. 1232/2002, de 2 de julio (RJ 2003\9418), señala que actualmente tanto la doctrina como la jurisprudencia defienden que también cabe estimar un perjuicio en la **pérdida de las expectativas** o de la ganancia esperada aunque en sentido propio no haya habido una disminución en el patrimonio de la víctima, y ello debido a que más que un concepto económico del patrimonio, hay que admitir –se sostiene– una concepción jurídica; por su parte, la STS de 1 septiembre 1994 (RJ) estima la inexistencia de perjuicio alguno y, por tanto, declara que no comete delito de estafa quien se niega a entregar la parte del premio de un billete lotería que le correspondía a otro sujeto con quien había comprado conjuntamente dicho billete. La razón es que –a juicio del TS– al efectuar la compra del billete no se adquiere más que una simple expectativa, que no forma parte del patrimonio, por lo que, al no recibir el premio, no hay perjuicio, ya que no es posible disminuir el patrimonio sino en aquello que ya forma parte del mismo al momento de realizar el acto de disposición patrimonial.

¹³⁶ Cfr. *RODRÍGUEZ MOURULLO*, PJ, 1988, 242; en el mismo sentido, *FARALDO CABANA*, EPCr, 1995, 66, 67, sostiene que la delimitación del perjuicio típico del delito de estafa deja fuera de este precepto los casos en los que el iniciado aprovecha sus conocimientos confidenciales relativos a una futura mejora de las perspectivas económicas de una sociedad o el alza de los precios de los títulos valores, puesto que no es posible sostener en estos casos la producción de un perjuicio patrimonial.

¹³⁷ Así, *BUSTOS RAMÍREZ*, Manual, 1986, 230.

razones –a nuestro juicio– para plantear la posibilidad de un problema concursal entre ambos tipos penales.

Admitida, pues, la eventual concurrencia de infracciones, se ha planteado que la relación concursal que podría aplicarse a estos tipos penales es, según el caso, la de un concurso de delitos¹³⁸.

7. Toma de postura

Una vez que hemos expuesto las distintas tesis sobre las cuestiones concursales o de delimitación que afectan al *insider trading* en su relación con otras figuras delictivas, procederemos a exponer nuestras conclusiones sobre el tratamiento aplicable en cada caso, a saber:

a) A nuestro juicio, los casos en los que el *sujeto activo* del uso o suministro de información privilegiada bursátil es un *funcionario público o autoridad* deben resolverse con arreglo al **concurso de delitos**, no de leyes. Esta conclusión está basada fundamentalmente en criterios como el bien jurídico protegido en ambos tipos penales, sus respectivos elementos típicos, su ubicación sistemática y los antecedentes históricos del art. 442 CP. Así, en primer lugar, en atención al bien jurídico protegido hay que destacar que mientras el art. 285 CP protege lo que hemos denominado “igualdad en el riesgo” para todos los inversores, el delito de funcionario protege, esencialmente, el correcto ejercicio de la función pública, más concretamente, la objetividad e imparcialidad de la actuación de los funcionarios, por lo que cuando un funcionario o autoridad utiliza información privilegiada por razón de su oficio o cargo estaría vulnerando dos bienes jurídicos perfectamente diferenciados y, en consecuencia, el desvalor de su conducta no estaría totalmente abarcado si sólo se aplicara una categoría delictiva con exclusión de la otra.

¹³⁸ En este sentido, aunque sin ulteriores concreciones, FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 156; JAÉN VALLEJO, CPC (97), 2009, 123, sugiere la aplicación de un concurso de delitos cuando el iniciado vende acciones ocultando datos que debían ser revelados, pues “a la vulneración de la confianza pública en el mercado de valores habrá que sumar la lesión del patrimonio del inversor que ha resultado engañado en la operación bursátil realizada”.

Pero además, si atendemos a los elementos configuradores de cada tipo penal observamos notables diferencias; así, mientras que el art. 442 CP contiene un delito de consumación anticipada, más concretamente un tipo de resultado cortado (o cortado de resultado), cuya aplicación sólo requiere que el sujeto utilice la información con **finalidad lucrativa**, con independencia de que se obtenga o no el beneficio perseguido; contrariamente el art. 285 CP contiene un delito de consumación normal (de resultado) que exige la obtención de beneficios o la causación de perjuicios superiores a 600.000 euros, siendo admisible el castigo de las formas imperfectas de ejecución cuando el beneficio-perjuicio sea inferior a la cuantía establecida. De esta forma, pues, mientras que el art. 442 CP es aplicable con independencia de que el sujeto activo obtenga o no beneficios, pues basta la concurrencia del especial elemento subjetivo (ánimo de obtener beneficios), el art. 285 CP será de aplicación sólo cuando se obtengan beneficios o se causen perjuicios. Esta diferencia estructural pone en evidencia las distintas esferas de aplicación de cada figura típica en particular y abona a la idea de que lo procedente –en los casos de uso de información privilegiada por funcionario con dicho beneficio o perjuicio– es la aplicación del concurso de delitos.

Por lo que hace a la afirmación de que el concurso de normas se produce entre el párrafo 2º del art. 442 (tipo agravado) y el art. 285 CP, con aplicación del primero, hay que decir –como vimos que afirma *TERRADILLOS*– que, por un lado, el *insider trading* no siempre exige la causación de perjuicios, sino que basta con la obtención de beneficios y, por otro, que el “grave daño a la causa pública” a que alude el tipo agravado del art. 442 CP debe interpretarse como daño al correcto funcionamiento de la administración, no al mercado de valores. Bien es cierto que podría argumentarse que el tipo agravado del art. 442 CP también castiga el perjuicio ocasionado a terceros, pero lo cierto es que esta afirmación en nada abona a la aplicación del concurso de leyes, pues el contenido de injusto del art. 285 CP no descansa en los eventuales perjuicios que las operaciones de iniciados pudieran ocasionar, sino en la lesión de un bien jurídico de naturaleza colectiva.

En cuanto al círculo de sujetos activos de ambas disposiciones, no encontramos mayores dificultades para admitir que el funcionario público que utiliza información privilegiada puede entenderse comprendido en la fórmula empleada por el art. 285 CP: “con ocasión del ejercicio de su actividad profesional”, pues desde el punto de vista semántico, la

profesión o cargo es equivalente a empleo u **oficio**, por lo que un funcionario público sí que puede ser sujeto activo del *insider trading*.

Desde el punto de vista de las penas es evidente que el tipo básico del art. 442 CP contiene una pena más benigna que el tipo básico del art. 285 CP, ya que mientras el primero establece penas de multa e inhabilitación especial, el segundo prescribe siempre penas privativas de libertad además de multa e inhabilitación especial, por lo que de admitirse el **concurso de leyes a favor del art. 442 CP se llegaría al absurdo de castigar al funcionario público o autoridad con una pena sustancialmente menor** que la aplicada a otros sujetos que, si bien tienen acceso reservado a la información, carecen de la cualidad de funcionario, lo que sin duda alguna debe tomarse en cuenta en la determinación de las penas, y no precisamente a favor del funcionario y en contra del no funcionario.

Por último, es destacable que la ubicación sistemática de ambos preceptos y los antecedentes históricos del art. 442 CP avalan la tesis del concurso de delitos. Así, mientras que el art. 442 CP está ubicado entre los delitos de funcionarios públicos, el art. 285 CP se encuentra entre los delitos contra el mercado y los consumidores, lo que –por una interpretación sistemática de ambas disposiciones– permite defender la autonomía de cada tipo penal y, consecuentemente, la aplicación de un concurso de delitos cuando quien utiliza la información privilegiada es un funcionario público o autoridad. Y, por lo que hace a los antecedentes del art. 442 CP, hay que admitir que aunque la interpretación histórica de un precepto no es determinante para conocer el alcance de su aplicación, lo cierto es que no es del todo incorrecto interpretar las normas atendiendo al contexto histórico en el que han sido aprobadas. Pues bien, la introducción del art. 368 CP/1973 (hoy art. 442 CP) en el CP no fue motivada por escándalos financieros en la plaza bursátil, sino precisamente por los múltiples casos de corrupción funcional, por lo que –al parecer– el legislador no estaba pensando en la protección del mercado de valores, sino en la protección del correcto funcionamiento de la administración pública, y por ello en dicho precepto no se menciona para nada que la información privilegiada se refiera al ámbito de influencia sobre la cotización en el mercado de valores.

b) La relación concursal existente entre el *insider trading* y el delito de *manipulación de las cotizaciones* (art. 284 CP) ha de extraerse, fundamentalmente, atendiendo a la

estructura típica de las distintas infracciones. En este sentido, pues, consideramos que cuando el iniciado utiliza una información privilegiada para obtener beneficios, pero además **intenta** –mediante la utilización de dicha información– alterar el precio de las cotizaciones, lo procedente es la apreciación de un **concurso de delitos**, pues la aplicación del art. 285 CP no abarcaría todo el desvalor del hecho. Esto es así porque, mientras la interpretación teleológica del art. 284 CP nos lleva a afirmar que el delito de manipulación de precios pretende evitar la concurrencia de prácticas fraudulentas dirigidas a alterar el valor **real** de los títulos cotizados, el *insider trading* del art. 285 CP está orientado a evitar otras prácticas abusivas que generen beneficios o causen perjuicios.

Ahora bien ¿Qué tipo de concurso procedería si el iniciado sólo obtiene un beneficio o causa un perjuicio de 400.000 euros y al mismo tiempo intenta alterar el precio de los valores? Como hemos visto, hay quienes sostienen que en estos casos debe apreciarse un concurso de leyes que dará lugar a la aplicación subsidiaria del art. 284 CP; a nuestro juicio, no obstante, en tales casos también será de aplicación las reglas del **concurso de delitos**, pues la realización efectiva de operaciones con información privilegiada tiene su propio contenido de injusto, con independencia de que se hubiera obtenido o causado el beneficio-perjuicio típico; así pues, habría que castigar por una tentativa de *insider trading* y un delito de manipulación de las cotizaciones.

Por su parte, la aplicación de un **concurso de leyes**, a resolver en favor del art. 284 CP, sólo será posible cuando el iniciado utiliza una información privilegiada con la única finalidad de alterar el precio de las cotizaciones, esto es, sin efectuar operaciones tendentes a procurarle beneficios o a causar perjuicios.

c) El delito de *revelación de secretos de empresa* (art. 279 CP) está en íntima conexión con el *insider trading*, ya que el primero castiga no sólo la comunicación de un secreto de empresa a un tercero, sino también su utilización en beneficio propio. De esta forma, pues, ambas disposiciones contienen dos modalidades de conductas homogéneas, por lo que lo determinante será –a los efectos de la relación concursal– que el secreto de empresa sea a su vez una información privilegiada. Así pues, cuando el iniciado suministra la información también constitutiva de secreto de empresa, lo procedente será la aplicación de un **concurso de delitos**, pues el art. 279 CP protege las posibilidades de

participación y competencia de la empresa en el mercado (no exclusivamente el de valores), de manera que la difusión de sus estrategias de inversión, por ejemplo, lesiona dicho bien jurídico, mientras que cuando el iniciado suministra la información privilegiada está lesionando otro bien jurídico que afecta fundamentalmente al mercado de valores propiamente dicho. Por el contrario, si el iniciado utiliza la información privilegiada, calificable también como secreto de empresa, en beneficio propio, lo procedente será la apreciación de un **concurso de normas** que deberá resolverse a favor del art. 285 CP, lo cual resulta coherente si tenemos en cuenta que la modalidad típica del “uso” –contemplada en el art. 279 CP– está configurada como una atenuante específica. La misma solución es predicable cuando el iniciado no obtiene el beneficio ni causa el perjuicio típico del art. 285 CP, en cuyo caso deberá castigarse la tentativa de este delito.

Especialmente problemáticos son los casos en los que el iniciado, además de utilizar la información privilegiada, constitutiva de secreto de empresa, en provecho propio, suministra la misma a terceros, habida cuenta de que el art. 279 CP también castiga estas dos modalidades de conducta. Pues bien, lo determinante para resolver esta cuestión será precisar si estamos frente a tipos penales mixtos cumulativos o alternativos; en este sentido, en el capítulo III hemos defendido que el *insider trading* está configurado como un tipo mixto cumulativo, por lo que si el iniciado utiliza y suministra la información deberá aplicarse un concurso de delitos. En este sentido, pues, lo mismo cabe predicar –a nuestro juicio– del art. 279 CP, por lo que si el especialmente obligado revela el secreto de empresa y, además, lo utiliza en provecho propio estaría incurriendo en dos delitos, ya que se trata de un tipo mixto cumulativo. En consecuencia, si el iniciado utiliza y suministra una información privilegiada, que a su vez puede ser constitutiva de secreto de empresa, estaría cometiendo tantos delitos como conductas típicas hubiera realizado, fundamentalmente por razón de la heterogeneidad del bien jurídico protegido en ambas disposiciones. De esta forma, en coherencia con lo defendido más arriba, el concurso real de delitos deberá apreciarse en primer lugar entre el uso y suministro de información privilegiada (art. 285 CP), que a su vez está en concurso ideal (la acción de uso propio es única y la acción de suministro a terceros es única) con otro concurso real entre las dos conductas del delito de revelación de secretos de empresa (art. 279 CP), en su primera modalidad típica (párr. 1º: difusión, revelación o cesión) y en la segunda (párr. 2º

utilización en provecho propio)¹³⁹. Por último, cuando la conducta del iniciado diera lugar a la aplicación del subtipo agravado del art. 285.2 CP, también será de aplicación la regla anteriormente expuesta.

d) Las relaciones entre las operaciones de iniciados y el delito de *revelación de secretos e informaciones por funcionario* (art. 417 CP) pueden determinarse partiendo de las distintas consideraciones hechas en torno al tratamiento concursal entre el *insider trading* y el uso de información privilegiada por funcionario público o autoridad. Como hemos apuntado, la descripción típica del art. 417 CP permite plantear la cuestión de cuál ha de ser el tratamiento aplicable cuando el iniciado –a su vez funcionario público– revela una información –que puede ser calificada de privilegiada– a la que ha tenido acceso por razón de su oficio o cargo. La cuestión no es sencilla, pero el criterio del bien jurídico protegido en ambas disposiciones vuelve a ser determinante para resolver este planteamiento. Así pues, mientras el art. 417 CP protege el deber sigilo al que está constreñido todo funcionario en el ejercicio de su cargo, el art. 285 CP en su modalidad de suministro de información privilegiada protege, además del deber de sigilo que incumbe en general a quienes operan en la bolsa o laboran para sociedades emisoras de títulos cotizados en ésta, la incolumidad del mercado de valores. Otro aspecto a tener en cuenta es que el tipo básico del art. 417 no exige, a diferencia del art. 285 CP, ningún resultado típico, sino que basta con la mera revelación de la información, aunque bien es cierto que el subtipo agravado del art. 417 CP exige la causación de un grave daño para la causa pública o para tercero.

Pues bien, partiendo de las anteriores consideraciones, entendemos que cuando un funcionario revela una información privilegiada a la que ha tenido acceso en virtud de su oficio o cargo, lo procedente es la aplicación de un **concurso de leyes** a resolverse a favor del art. 285 CP por constituir *lex specialis* (art. 8, 1.ª: especial porque contiene la misma conducta típica básica del art. 417, el suministro o comunicación a terceros de una información reservada conocida por razón del oficio o cargo –aunque ciertamente aquí es más genérico el art. 285, ya que puede tratarse de una profesión distinta del cargo público o de una actividad empresarial–, y los adicionales elementos típicos específicos

¹³⁹ A la hora de aplicar la pena se hallará primero la pena agravada, según el art. 77, del concurso ideal de usos propios, que estará en concurso real –art. 73 ss. – con la pena agravada del concurso ideal de acciones de suministro a terceros.

de influir alterando las cotizaciones en un mercado de valores y de producir un importante perjuicio o beneficio), con independencia de que el delito se hubiera consumado o no, en cuyo caso cabría la aplicación de una tentativa punible. Dicha conclusión está avalada, además, si se prefiere, por los principios de consunción y alternatividad del art. 8, 3.^a y 4.^a, teniendo en cuenta las penas establecidas en ambas disposiciones: multa e inhabilitación especial en el tipo básico del art. 417 CP y las dos anteriores más pena privativa de libertad en el subtipo agravado; y multa, inhabilitación especial y pena privativa de libertad tanto el tipo básico del art. 285.1 CP, como en el subtipo agravado del apartado 2. Así pues, las sanciones establecidas para ambos supuestos abonan a la idea de que la aplicación del art. 285 CP **consume** el desvalor de la conducta del funcionario que revela una información (art. 417) relevante para las cotizaciones.

e) Con relación a los posibles problemas concursales entre el delito de iniciados y el *tipo del art. 418 CP*, es preciso recordar que la cuestión a resolver es qué tipo penal se aplica al *particular (outsider) que obtiene la información privilegiada de un iniciado* que reúne la cualidad de *funcionario público*. Se trata, por tanto, de un problema concursal que no afecta a los sujetos activos de los delitos especiales contenidos en los arts. 285 y 442 CP, sino a los particulares que obtienen la información privilegiada y la utilizan en beneficio propio o de terceros. En este sentido, pues, la primera diferencia entre ambas disposiciones es que el art. 418 CP contiene un delito común, aplicable a cualquier persona, mientras que el art. 285 CP recoge un delito especial que, no obstante, permite el castigo del partícipe *extraneus* conforme a las reglas generales de la participación, razón por la cual hemos sugerido que el problema concursal reside no en los sujetos activos de ambos delitos, sino en el castigo del receptor de la información. Ya en el capítulo III nos hemos decantado por admitir que el *outsider* que obtiene la información de un iniciado y la utiliza, obteniendo un beneficio o causando un perjuicio, deberá responder en calidad de cooperador necesario; por su parte, el particular que utiliza –en provecho propio o de terceros– la información privilegiada que obtiene de un funcionario deberá responder como autor del delito común contemplado en el art. 418 CP. La paradoja que se produce con esta regulación es evidente: el *extraneus* es cooperador necesario según el art. 285 CP, mientras que a la luz del art. 418 CP es autor directo.

Además del criterio del bien jurídico protegido en ambas disposiciones habrá que atender a las penas establecidas para cada delito; así, el tipo básico del art. 418 CP contempla únicamente una pena de multa del tanto al triplo del beneficio obtenido o facilitado, mientras que el subtipo agravado (por grave daño a la causa pública o a tercero) establece sólo una pena de prisión de uno a seis años. Por su parte, el art. 285 CP establece una pena de prisión de uno a cuatro años, multa del tanto al triplo del beneficio obtenido o favorecido e inhabilitación especial de dos a cinco años (tipo básico), mientras que el subtipo agravado eleva la pena de prisión de cuatro a seis años, dejando intactas las penas de multa e inhabilitación especial. Pues bien, unido estos dos criterios, y sumando que el art. 418 CP contiene un tipo autónomo, consideramos que cuando un particular obtiene información privilegiada de un iniciado que a su vez es un funcionario, lo procedente es la aplicación de un **concurso de delitos**: el particular será autor del delito común del art. 418 CP y cooperador necesario del delito de iniciados contemplado en el art. 285 CP, sin que ello implique la vulneración del *ne bis in idem*; no vulnera tal principio, ya que cada delito contiene un aspecto de desvalor no abarcado por el otro: el art. 285 ya sabemos que implica un desvalor no contemplado en el 418, la perturbación grave del mercado de valores con adicional causación de perjuicio o beneficio muy importante, mientras que en el art. 418 se tiene en cuenta algo totalmente ajeno al 285, el desvalor que supone el aprovechamiento de información proporcionada ilegalmente por un funcionario atentando contra el prestigio y el recto funcionamiento de la Administración.

f) En cuanto a las relaciones que se producen entre el *insider trading* y el delito de *estafa* hay que decir lo siguiente: el hecho de que las operaciones realizadas en el ámbito bursátil se caractericen por ser transacciones impersonales no es obstáculo para admitir la eventual concurrencia de los delitos de estafa y de *insider trading*, pues –como sugiere *QUINTANO RIPOLLÉS*– el engaño típico de la estafa también puede configurarse cuando se dirige a una pluralidad de personas a través de, por ejemplo, “anuncios o propuestas impersonales”¹⁴⁰. Además, como ha sostenido *SCHÜNEMANN*, las operaciones con información privilegiada constituyen una modalidad de estafa

¹⁴⁰ Cfr. *QUINTANO RIPOLLÉS*, Tratado (2ª ed., puesta al día por García Valdés), 1977, 597.

estructural caracterizada por la ausencia de contacto directo con la víctima¹⁴¹, por lo que no puede obviarse la afinidad existente entre ambos tipos penales pese a que sus respectivas descripciones típicas no contienen elementos inequívocamente comunes.

Desde esta perspectiva, pues, hay que admitir que las operaciones en las que el iniciado vende títulos a sabiendas de la inminente caída de sus precios podrán ser constitutivas del delito de estafa, ya que por un lado es evidente que el *outsider* sufre un perjuicio patrimonial y, por otro, el silencio del iniciado sugiere la existencia de un engaño típico reconducible a la teoría de los actos concluyentes; en consecuencia, habría que apreciar en estos casos un **concurso ideal** entre el *insider trading* y el delito de estafa. Esto es así porque, mientras el delito de iniciados protege un bien jurídico de naturaleza colectiva enmarcado dentro del llamado Derecho penal económico, el tipo de la estafa protege el patrimonio desde una perspectiva individual. Por el contrario, en los casos en que el iniciado compra títulos valores ocultando la inminente subida de los precios no podría admitirse la existencia de un perjuicio patrimonial para la contraparte de la transacción, pues si el *outsider* ejecutó la venta de sus acciones en ese momento fue precisamente porque o bien sus expectativas de ganancias estaban ya satisfechas o bien porque razones ajenas a la orden de compra del iniciado le motivaron a realizar la operación. Hay que advertir, no obstante, que en estos casos el engaño típico de la estafa también está presente cuando el iniciado oculta la inminente plusvalía de los títulos; sin embargo, como hemos apuntado, la inexistencia de un perjuicio patrimonial impide que la conducta del *insider* pueda ser subsumida en el delito de estafa. Consideramos que es perfectamente posible defender esta posición aun cuando somos partidarios de la tesis favorable a la inclusión de las expectativas de ganancias dentro del concepto mixto o jurídico-económico de patrimonio, dado que en el supuesto planteado no se trata de unas expectativas concretas y ya perfectamente concretadas que tuvieran los vendedores.

¹⁴¹ SCHÜNEMANN, en: Entrevistas concedidas en el Institut für die gesamten Strafrechtswissenschaften, Rechtsphilosophie und Rechtsinformatik, con fechas de 5 de julio de 2007 y 26 de agosto de 2009.

CAPÍTULO V

ANÁLISIS DEL SUBTIPO AGRAVADO DEL ART. 285.2 CP

El apartado 2. del art. 285 dispone:

“2. Se aplicará la pena de prisión de cuatro a seis años, la 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, cuando en las conductas descritas en el apartado anterior concorra alguna de las siguientes circunstancias:

- 1.^a Que los sujetos se dediquen de forma habitual a tales prácticas abusivas.
- 2.^a Que el beneficio obtenido sea de notoria importancia.
- 3.^a Que se cause grave daño a los intereses generales.”**

I. Su naturaleza: ¿delito *sui generis* o subtipo agravado?

Se ha defendido con razón que el art. 285.2º CP contiene un subtipo cualificado o agravado respecto del tipo básico del *insider trading* (art. 285.1 CP) y que no se trata por tanto de un delito autónomo¹. En efecto, el precepto aquí analizado no introduce nuevos

¹ Así, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1393; DPE, 2002, 126; DP PE, 2004, 586; DPE PE, 2005, 307; DP PE, 2008, 490; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 244; JIMÉNEZ VILLAREJO, Delitos societarios, 1996, 31; LANDECHO VELASCO/MOLINA BLÁZQUEZ, DPE PE, 1996, 261; GONZÁLEZ CUSSAC, DP PE, 1996, 481; QUERALT JIMÉNEZ, DPE PE, 1996, 479; DPE PE, 2008, 586; JORNADA DE POZAS, Código penal, 1997, 2993; RUÍZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 346; Comentarios, 2007, 634; MARTÍN PALLÍN, CuadDJ, 1997, 157; HERNÁNDEZ SAINZ, APen, 1997, 206; CALDERÓN CEREZO, DP PE, 1999, 876; GONZÁLEZ RUS, Compendio, 2000, 518; MESTRE DELGADO, DP PE, 2001, 359; DP PE, 2008, 376; RODRÍGUEZ RAMOS, Lecciones, 2001, 540; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 206; MARCHENA GÓMEZ, De los delitos relativos al mercado, 2002, 1898; MUÑOZ CONDE, DP PE, 2004, 522; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 312, 410, quien no obstante considera que la creación del subtipo agravado es innecesaria; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, Curso, 2005, 367; VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), Comentarios, 2005, 1452; EIRANOVA ENCINAS, Abuso de mercado, 2005, 648; RUBIO LARA, Parte especial, 2006, 85. En contra, GÓMEZ INIESTA, LL, 1999, 3947-3949, quien sostiene que mediante la exigencia de habitualidad (art. 285. 2º, 1 CP) se crea un delito autónomo cuya “*ratio legis*” es el castigo de la constancia en la actividad delictiva, sin embargo, admite que las circunstancias 2ª (obtención de un beneficio de notoria importancia) y 3ª (causación de graves daños a los intereses generales) constituyen agravantes específicas; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 375, entiende que las tres circunstancias constituyen agravantes específicas; así tb., MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 222; ROBLEDO VILLAR, Delitos contra el patrimonio, 1997, 400; BAUCCELLS LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), Comentarios, 2004, 1060; MONTES ÁLVARO, El delito de información privilegiada, 2004, 1240.

elementos (esenciales) que fundamenten la existencia de un tipo independiente (delito *sui generis*), sino que se limita a establecer una serie de circunstancias que agravan la pena de quien realiza el tipo básico, razón por la cual dichas circunstancias deben considerarse “elementos accidentales” del tipo, pues dependen de la concurrencia del tipo básico y siguen siendo el mismo delito, por lo que su ausencia no produce la atipicidad de la conducta, sino sólo la reaparición del tipo básico². La importancia de precisar si las circunstancias del art. 285.2 CP constituyen elementos esenciales o accidentales radica –como señala *LUZÓN PEÑA*– en las consecuencias que pueden generarse en materia de error y de participación³.

Por otro lado, según se desprende del tenor literal del precepto, para la aplicación del subtipo agravado basta la concurrencia de al menos una de las tres circunstancias que se enumeran en la norma, lo que ha llevado a defender la existencia de un tipo mixto alternativo⁴; sin embargo, nada se dice en torno a la posibilidad de que concurren dos o incluso las tres circunstancias agravantes, por lo que se ha propuesto –a la luz de la analogía autorizada por el art. 72 CP– la imposición de las penas del art. 285. 2 CP en su mitad inferior cuando sólo concorra una circunstancia agravante, y en su mitad superior si concurren dos o las tres⁵. En contra de esta postura, *PRIETO del PINO* alega que el admitir dicha solución supondría incurrir en analogía *in malam partem*, de manera que lo conveniente sería –a su juicio– la aplicación de una sola circunstancia agravante, con independencia de que en el caso concreto concurren todas⁶.

² Cfr. al respecto, RODRÍGUEZ DEVESA/SERRANO GÓMEZ, DPE PG, 1994, 421, 422; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1393; LUZÓN PEÑA, Curso, 1997, 318, 319, 356; MUÑOZ CONDE, DP PG, 2002; 259, 260; MIR PUIG, DP PG, 2004, 602, 603.

³ LUZÓN PEÑA, Curso, 1997, 356.

⁴ Así, SUÁREZ GONZÁLEZ, Compendio, 1998, 554.

⁵ Cfr. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1394; DPE, 2002, 127; DP PE, 2004, 587; DPE PE, 2005, 308; DP PE, 2008, 490; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 535. En contra, CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 244, considera que se trata de una solución que no está suficientemente avalada por la ley, en consecuencia, propone que la concurrencia de una agravante determina la aplicación del tipo cualificado, y las otras serán circunstancias del hecho a valorar conforme el art. 66 CP; HERNÁNDEZ SAINZ, APen, 1997, 207, descarta esta solución, puesto que el art. 67 CP prohíbe la aplicación de las reglas del art. 66 CP, cuando la circunstancia agravante ya haya sido tenido en cuenta al momento de describir o sancionar la infracción.

⁶ PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 410. Por su parte, HERNÁNDEZ SAINZ, APen, 1997, 207, sostiene que en los casos en que concurren dos o las tres circunstancias deberá apreciarse un concurso ideal de delitos, por lo que –en virtud del art. 77 CP– habría que aplicar la pena del delito más grave en su mitad superior; QUERALT JIMÉNEZ, DPE PE, 1996, 479; DPE PE, 2008, 587,

Pues bien, antes de sentar nuestra posición en torno a los distintos problemas interpretativos a que da lugar el subtipo agravado del *insider trading*, procederemos a exponer separadamente las peculiaridades que acompañan a cada una de las circunstancias recogidas en el art. 285.2 CP.

1. *La habitualidad de las operaciones con información privilegiada (art. 285.2,1.ª CP)*

La introducción de la habitualidad como circunstancia agravante del tráfico abusivo de información privilegiada no ha tenido una buena acogida en la doctrina⁷, sobre todo porque incluso antes de la aprobación del CP/1995 ya se escuchaban voces que demandaban la supresión de esta peculiar categoría criminológica que estaba recogida en los tipos del aborto y las exacciones ilegales (arts. 415 y 402 CP 1944/73 respectivamente). En tal sentido, pues, resulta paradójico que el legislador haya suprimido la habitualidad en los delitos que la establecían y, por el contrario, haya introducido dicha circunstancia como agravante en las operaciones de iniciados.

Es mayoritaria la opinión de quienes defienden la naturaleza *subjetiva* de la habitualidad, cuyo fundamento reside en la mayor reprobabilidad que recae sobre los sujetos que gozan de una posición de privilegio respecto del resto de inversores que operan en el mercado bursátil. Así mismo, se defiende el carácter *personal* de dicha circunstancia, lo que al tenor del art. 65.1 CP imposibilita la comunicabilidad de la misma a los demás intervinientes en el delito⁸ (para quienes consideran que el art. 65. 1 y 2 son aplicables tanto a las agravantes y atenuantes genéricas como a los subtipos cualificados o privilegiados, obviamente no para quienes restringen la aplicabilidad de

propone que cuando haya concurso de varias circunstancias, cualquiera de éstas determinará el subtipo, mientras que las restantes, si hay lugar a ello, ayudarán a determinar la pena en concreto.

⁷ En este sentido, PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 411, sostiene que la introducción de esta agravante causa “perplejidad” al intérprete de la norma y advierte, además, que el art. 285 CP es el único en todo el texto punitivo que recurre al concepto de habitualidad para elevar la pena del delincuente; AGUDO FERNÁNDEZ, *El principio de culpabilidad y reincidencia (tesis doctoral)*, 2005, 456, 457, se muestra crítico respecto de la noción de habitualidad recogida en el actual art. 285.2º,1ª CP.

⁸ MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), *Comentarios*, 1996, 1394; DP PE, 2008, 490; CALDERÓN SUSÍN, *CuadDJ*, 1996, 244, 245; ROBLEDO VILLAR, *Delitos contra el patrimonio*, 1997, 401; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), *Comentarios*, 1999, 375; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, *EPCr*, 2003, 159; RUBIO LARA, *Parte especial*, 2006, 86.

dichos apartados a las circunstancias agravantes y atenuantes genéricas). Además, el contenido fáctico atribuido a esta circunstancia ha incidido en la idea de que puede ser aplicada incluso cuando los antecedentes penales hubieran sido cancelados⁹.

Es preciso destacar que aunque conceptualmente suele distinguirse, aparentemente sin mayores dificultades, entre reincidencia y habitualidad, lo cierto es que –como afirma ZAFFARONI– la delimitación de ambas categorías resulta especialmente difícil debido a que, al igual que otras figuras como la multireincidencia o la profesionalidad, la habitualidad admite hipótesis de reiteración delictiva, lo que conlleva que dichas categorías sean muy próximas o se superpongan parcialmente a la reincidencia¹⁰. Con todo, en los intentos de conceder autonomía a tales conceptos se argumenta, por un lado, que la habitualidad más que un concepto jurídico-formal, debe entenderse como un concepto criminológico-social, por lo que –desde esta perspectiva– será habitual la conducta de quien actúa repetidamente en la misma dirección, con o sin condenas previas¹¹. La habitualidad no conlleva necesariamente la reincidencia y viceversa, por lo que un sujeto puede ser reo habitual pero no reincidente o a la inversa¹². Se ha sostenido además que, en el ámbito concreto del delito de iniciados, la habitualidad es algo más

⁹ Cfr. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), *Comentarios*, 1996, 1395; CALDERÓN SUSÍN, *CuadDJ*, 1996, 245; GÓMEZ INIESTA, *La utilización abusiva de información privilegiada*, 1997, 374; *LL*, 1999, 3946; PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 412; RUBIO LARA, *Parte especial*, 2006, 86.

¹⁰ ZAFFARONI, *Reincidencia*, 1992, 117, 121; RUIZ RODRÍGUEZ, *Protección penal del mercado de valores*, 1997, 348, sugiere que la eliminación de la reincidencia administrativa contenida en el PCP/ 1992 favoreció la introducción de esta agravante; GÓMEZ INIESTA, *La utilización abusiva de información privilegiada*, 1997, 374; *LL*, 1999, 3946, sostiene que la reincidencia administrativa contenida en el PCP/1992 parece haberse recogido en el art. 285.2 CP bajo la forma de la habitualidad; BELESTÁ SEGURA, *APen*, 2001, 580, advierte que el legislador confunde reincidencia y habitualidad; como ejemplo de la proximidad de ambas categorías, en la doctrina española. En contra, CALDERÓN SUSÍN, *CuadDJ*, 1996, 244, 245. Ampliamente, sobre las diferencias entre habitualidad y reincidencia, *vid.* JIMÉNEZ DE ASÚA, *Principios*, 1954, 581 ss; MARTÍNEZ DE ZAMORA, *La reincidencia*, 1971, 49; AGUDO FERNÁNDEZ, *Principio de culpabilidad y reincidencia (tesis doctoral)*, 2005, 76, 462 ss.

¹¹ Cfr. GONZÁLEZ RUS, en: Cobo del Rosal (dir.), *Curso*, 1996, 822; SERRANO GÓMEZ, *DP PE*, 1996, 527; *DP PE*, 2003, 503; RODRÍGUEZ RAMOS, *CP Comentado*, 2007, 629. En la jurisprudencia, *SAP de Madrid* núm. 1118/2007, de 28 diciembre; *ATS* núm. 961/2004, de 10 junio.

¹² Así, AGUDO FERNÁNDEZ, *Principio de culpabilidad y reincidencia (tesis doctoral)*, 2005, 463; CERESO MIR, *Delincuentes habituales*, 1993, 251, asume una clasificación de reincidencia en las que incluye a los reincidentes habituales con anomalías de la personalidad y reincidentes habituales peligrosos.

que la reincidencia, “pues no en vano sus efectos penológicos son notablemente más graves”¹³.

Por su parte, la reincidencia es entendida como un concepto jurídico que no se conforma solamente con la repetición de actos delictivos, sino que además precisa la existencia de dos o más sentencias condenatorias en el momento en que el sujeto vuelve a delinquir; de ahí que no cabrían dentro de este concepto amplio de reincidencia, los supuestos de concurso de delitos o de delito continuado¹⁴. Sin embargo, hay que destacar un elemento común a ambas categorías, esto es, el carácter personal e intransferible a los demás intervinientes en el delito; téngase en cuenta que la circunstancia 1.^a no dice que el autor se dedique habitualmente, con lo que sería discutible si la cualificación se extiende por accesoria también a los partícipes no habituales (con la posibilidad de atenuación del art. 65.3) o alcanza sólo al autor habitual, sino que dice “que los sujetos se dediquen habitualmente”, con lo que claramente el tipo agravado abarca sólo a los sujetos en quienes concurra esa habitualidad.

La interpretación que de la habitualidad ha hecho el TS y otros tribunales inferiores, principalmente en el ámbito de la violencia doméstica, sugiere que dicha circunstancia está formada por cuatro elementos, a saber: pluralidad de actos, proximidad temporal, pluralidad del sujeto pasivo siempre que sea uno de los integrantes de la familia y, por último, la independencia de que los actos hayan sido o no objeto de enjuiciamiento anterior. Así mismo, el TS declara que la noción de habitualidad comprendida en el delito de violencia doméstica, no está afectada por la definición legal del art. 94 CP que tiene eficacia exclusiva en el ámbito de la suspensión y sustitución de las penas privativas de libertad¹⁵.

¹³ En tal sentido, VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), Comentarios, 2005, 1453.

¹⁴ Cfr. JIMÉNEZ DE ASÚA, Principios, 1954, 535; GARZÓN REAL/MANJÓN CABEZA, APen, 1991, 2, 3; AGUDO FERNÁNDEZ, Principio de culpabilidad y reincidencia (tesis doctoral), 2005, 452, 462 ss.

¹⁵ Vid. SAP Madrid núm. 1118/2007, de 28 diciembre; SAP Madrid núm. 962/2007, de 22 noviembre; STS núm. 105/2007, de 14 febrero; STS núm. 414/2003, de 24 marzo; STS núm. 662/2002, de 18 abril; STS 24 junio de 2000.

Pues bien, siguiendo con la habitualidad como circunstancia 1ª del art. 285.2 CP, existe acuerdo en que su apreciación requiere la ejecución reiterada de al menos tres actos de uso o suministro de información privilegiada más o menos próximos en el tiempo¹⁶. Sin embargo, surge la duda de si dichos actos deben constituir infracciones penales, administrativas o si es posible la suma de ambas. Al respecto, la doctrina mayoritaria se decanta por aplicar la circunstancia de la habitualidad únicamente frente a la reiteración de actos delictivos, excluyendo así las operaciones con información privilegiada que sólo hubieran sido sancionadas en la vía administrativa^{17 18}. Además, se ha planteado la

¹⁶ MESTRE DELGADO, DP PE, 2008, 376; DP PE, 2001, 359, 360, critica la falta de concreción legislativa del contenido de esta circunstancia, lo que a su juicio vulnera el principio de certeza de las infracciones penales y el de seguridad jurídica. Por esta razón, considera necesario recurrir a lo establecido en el art. 94 CP para dotar de contenido a la circunstancia de la habitualidad; así tb., SUÁREZ GONZÁLEZ, Compendio, 1998, 555, sostiene que por analogía con lo dispuesto en el art. 94 CP, la habitualidad debe aplicarse a quien ha cometido tres o más delitos del art. 285 CP y hubiese sido condenado en tres o más ocasiones en un plazo no superior a 5 años; VAZQUEZ IRUZUBIETA, Código Penal Comentado, 1996, 434; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 245; MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 222; ROBLEDO VILLAR, Delitos contra el patrimonio, 1997, 401; JORNADA DE POZAS, Código penal, 1997, 2993; VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), Comentarios, 2005, 1453; RUBIO LARA, Parte especial, 2006, 86; en parecidos términos, GONZÁLEZ RUS, Curso, 1996, 821; Compendio, 2000, 518; LANDECHO VELASCO/MOLINA BLÁZQUEZ, DPE PE, 1996, 261. Por su parte, TERRADILLOS BASOCO, Empresa y Derecho penal, 2001, 239, considera que la aplicación del art. 94 CP supone extrapolar un criterio de interpretación válido sólo para sustitución de las penas privativas de libertad; en parecidos términos, CALDERÓN CEREZO, DP PE, 1999, 876, niega que para determinar la habitualidad haya que recurrir al art. 94 CP; AGUDO FERNÁNDEZ, Principio de culpabilidad y reincidencia (tesis doctoral), 2005, 452; BAUCCELLS LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), Comentarios, 2004, 1061, propone recurrir a la descripción de la habitualidad en el art. 153 CP; MONTES ÁLVARO, El delito de información privilegiada, 2004, 1241, señala que la definición de *reos habituales* contenida en el art. 94 CP no parece aplicable al menos en su estricta dicción literal a las exigencias del tipo agravado. A su juicio, esto es así porque, en primer lugar, el art. 94 CP se refiere a la suspensión y sustitución de penas, por lo que resulta obvia la exigencia de que el sujeto haya sido previamente condenado y, en segundo lugar, porque los delitos cometidos y por los que ha sido condenado el sujeto pueden recaer sobre hechos diferentes, lesionando por tanto a bienes jurídicos diversos, siempre que las figuras delictivas estén contenidas en el mismo capítulo. En tal sentido, pues, la aplicación del art. 94 CP al subtipo agravado del art. 285.1 CP conduciría –según la autora– a apreciar la habitualidad cuando el sujeto hubiera cometido hechos atentatorios contra la propiedad intelectual o industrial, pues la prohibición penal de estas conductas están ubicadas en el mismo capítulo XI; no obstante, tal extremo no le parece posible. En conclusión, la autora propone interpretar la habitualidad de conformidad con la posición asumida por el TS en torno a otras figuras delictivas, v. gr., la violencia doméstica.

¹⁷ En este sentido, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1394; DPE, 2002, 127; DPE PE, 2005, 308; DP PE, 2008, 490, señala con razón que en virtud del principio de legalidad solamente tienen cabida las infracciones de carácter delictivo, pues el art. 285.2 CP alude a “tales prácticas abusivas”, expresión que, a su vez, tiene su antecedente en el inciso inicial del precepto que habla de las “conductas descritas en el artículo anterior”. Además, alega que no parece adecuado que, mientras la aplicación de la agravante de reincidencia por la comisión de un delito de iniciados permite sólo imponer la pena del art. 285 CP en su mitad superior, la comisión de tres infracciones administrativas pueden fundamentar la imposición de unas penas tan graves como las del art. 285.2 CP; así tb., GONZÁLEZ CUSSAC, DP PE, 1996, 482; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 245; MARTÍN PALLÍN, CuadDJ, 1997, 157; SUÁREZ GONZÁLEZ, Compendio, 1998, 555; GÓMEZ INIESTA, LL, 1999, 3947; GONZÁLEZ RUS, Compendio, 2000, 518; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 206, 207; BAUCCELLS LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), Comentarios, 2004, 1061 n. 735; VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats

duda de si es posible aplicar esta circunstancia cuando el iniciado lleva a cabo sucesivas operaciones con información privilegiada, cada una de las cuales por sí sola no alcanzan la cifra requerida en el tipo básico, pero que sumadas sobrepasan el beneficio típico¹⁹; o si es aplicable cuando sólo una de las operaciones bursátiles supera el límite cuantitativo del beneficio-perjuicio, mientras que las demás no alcanzan dicha cuantía; o si, finalmente, la habitualidad requiere que todos los actos delictivos superen la cantidad establecida en el tipo.

El primer escenario es rechazado tanto por los defensores del límite cuantitativo como condición de punibilidad como por quienes entienden que se trata de un resultado típico. Al respecto, se argumenta –en el primer caso– que la condición implica un límite para

(coord.), Comentarios, 2005, 1453; EIRANOVA ENCINAS, Abuso mercado, 2005, 648. En contra, TERRADILLOS BASOCO, Empresa y Derecho penal, 2001, 239, 240; Protección penal del mercado financiero, 1998, 178, entiende que si bien la norma establece que se elevará la pena cuando ciertas circunstancias concurren “en las conductas descritas en el artículo anterior”, lo cierto es que dicha frase no va referida a la circunstancia misma, sino al inevitable presupuesto de la agravación que es el tipo básico. Así pues, si al describir la circunstancia se emplea la fórmula “tales prácticas abusivas” es porque se quiere decir algo distinto, es decir, algo que va más allá de la afirmación de que las conductas deben ser delictivas. De esta forma, pues, el autor señala que no parece haber obstáculos para apreciar habitualidad en los casos de pluralidad de infracciones administrativas que, al menos gramaticalmente y por tanto respetando el principio de legalidad, constituyen “prácticas abusivas”; en el mismo sentido, FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 159, defienden la posibilidad de aplicar la habitualidad en los casos de previa comisión de infracciones administrativas, pues –a su juicio– tales infracciones también constituyen “prácticas abusivas” capaces de quebrar la confianza de los inversores en el funcionamiento de los mercados.

¹⁸ SERRANO GÓMEZ, DP PE, 1996, 527; DP PE, 2003, 503, señala que para aplicar la habitualidad no es preciso que haya recaído sentencia firme sobre las dos primeras conductas de uso o suministro de información privilegiada, pues de ser así estaríamos frente a un caso de agravación de la pena por reincidencia; GONZÁLEZ RUS, en: Cobo del Rosal (dir.), Curso, 1996, 821, 822, exige para la habitualidad la realización de tres o más actos, con independencia de que el sujeto hubiera sido condenado por tales prácticas abusivas; CALDERÓN CEREZO, DP PE, 1999, 876, sostiene que la habitualidad se concreta con la realización anterior de al menos tres actos de la misma clase, aunque no haya recaído condena; BAUCCELLS LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), Comentarios, 2004, 1061, defiende la aplicación de la habitualidad frente a la reiteración delictiva, con independencia de que los hechos hubieran sido enjuiciados en procesos anteriores. En contra, SUÁREZ GONZÁLEZ, Compendio, 1998, 555, entiende que la habitualidad opera en los casos en los que el sujeto haya sido condenado por *insider trading* en tres o más ocasiones en un plazo no superior a 5 años; así tb., VÁZQUEZ IRUZUBIETA, Código Penal Comentado, 1996, 434, sostiene que no hay otra forma de declarar que alguien realiza una práctica abusiva, sino mediante una declaración judicial firme que así lo exprese; GÓMEZ INIESTA, LL, 1999, 3947; La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 375, expresa que la aplicación de la habitualidad requiere que el sujeto haya sido condenado por al menos tres delitos de iniciados en los últimos 5 años; MONTES ÁLVARO, El delito de información privilegiada, 2004, 1241, sugiere que la aplicación de la habitualidad procede cuando se demuestra que el sujeto activo actúa repetidamente en la misma dirección, demostración que puede apoyarse en la existencia de condenas previas pero también por otro tipo de pruebas; en este sentido, *vid.* SAP de Madrid núm. 1118/2007, de 28 diciembre.

¹⁹ Así, JIMÉNEZ VILLAREJO, Delitos societarios, 1996, 31; RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 346, 347.

cada infracción, y si ninguna de ellas por separado supera la cuantía, habría simplemente varias infracciones administrativas²⁰; mientras que –desde la perspectiva de la cuantía como resultado típico– se sostiene que en estos casos únicamente podría apreciarse un concurso real de tentativas de delito, pero que no es suficiente para invocar la aplicación de la circunstancia 1ª del art. 285.2 CP²¹. Por otro lado, en favor del segundo escenario planteado, los defensores de la cuantía del beneficio-perjuicio como condición objetiva de punibilidad argumentan que “tales prácticas abusivas” son el uso de información privilegiada, mientras que el límite cuantitativo es la *condición* para proceder penalmente, por lo que la habitualidad como criterio criminológico no debe ceñirse a la condición de la intervención penal, sino exclusivamente a la infracción penal a que se refiere, y en consecuencia, la habitualidad existirá ya cuando sólo una de las operaciones supere el límite del beneficio-perjuicio, siempre que el iniciado se dedique habitualmente a realizar operaciones con informaciones privilegiadas aunque no obtenga beneficios ni cause perjuicios superiores a la cuantía establecida²².

²⁰ Así, MONTES ÁLVARO, El delito de información privilegiada, 2004, 1243; RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 346, 347; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 376, 377, señala que desde esta perspectiva sería prácticamente imposible aplicar la habitualidad, pues ninguna de las infracciones aisladas sería punible y tampoco podría sumarse la cantidades obtenidas o el perjuicio causado por no tratarse de infracciones contra el patrimonio.

²¹ En este sentido, BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 376, 377.

²² RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 347, señala que esta solución es la dogmáticamente correcta, pero que quizá debería ser rechazada por las consecuencias prácticas a que conduce. En este sentido, expresa que cuando el beneficio-perjuicio no supera la cuantía, la conducta será una infracción administrativa que producirá dos situaciones, a saber: a) El sujeto realiza una primera operación cuyo resultado es de 75 millones de pesetas, y posteriormente realiza tres operaciones más de 3 millones de pesetas cada una; b) El sujeto realiza tres operaciones de 3 millones, es sancionado en la vía administrativa, y posteriormente ejecuta otra operación en la que sí alcanza el límite cuantitativo. Pues bien, el autor sostiene que si se sigue la interpretación expuesta, ambas situaciones tendrían tratamientos diferenciados, ya que en el primer caso la aplicación del principio *nos bis in idem* impediría imponer sanción administrativa alguna por la aplicación de la agravante de habitualidad; el segundo caso, en cambio, la imposición previa de la sanción administrativa cerraría el paso a la habitualidad, con lo que el tratamiento punitivo de los sujetos difiere sustancialmente a pesar de haber cometido las mismas conductas. Esta diferencia de tratamiento sancionador, lleva al autor a sugerir que quizá deba interpretarse que la habitualidad debe incluir el límite de la condición objetiva de punibilidad y aplicar la agravante solamente cuando se supere la cuantía del beneficio-perjuicio en cada una de las infracciones; plantea también este escenario, MONTES ÁLVARO, El delito de información privilegiada, 2004, 1243; JORNADA DE POZAS, Código Penal, 1997, 2993, admite esta hipótesis alegando que como el art. 285.2 CP se refiere a las conductas descritas en el apartado 1º, el resultado del beneficio-perjuicio requerido por el tipo básico no forma parte de la conducta como tal, por lo que –a la luz de esta afirmación– la comisión de tres infracciones administrativas integran ya el subtipo agravado, siempre que al menos una de ellas supere el límite cuantitativo del tipo básico.

En relación con la última opción, esto es, que la habitualidad requiere que cada una de las operaciones supere el beneficio-perjuicio típico, se argumentan razones fundamentalmente gramaticales derivadas de la dicción del art. 285.2 CP, aunque también debe tenerse en cuenta que al ser la cuantía un elemento del tipo, la aplicación de la habitualidad dependerá del cumplimiento de la infracción con todos sus elementos y en distintas ocasiones²³.

Frente a la posibilidad de aplicar simultáneamente la agravante genérica de reincidencia (art. 22, 8º CP) y la circunstancia de la habitualidad, un sector mayoritario defiende la incompatibilidad de ambas instituciones cuando un iniciado ha cometido varias prácticas delictivas con información privilegiada, pues de lo contrario se infringiría el principio *non bis in idem* al valorar doblemente de modo perjudicial un mismo hecho²⁴. No obstante, habría que plantear si en los casos de habitualidad demostrada mediante reincidencia debe aplicarse el tipo básico con la agravante genérica de reincidencia o si, por el contrario, procede la aplicación del subtipo cualificado, lo cual tiene importantes repercusiones penológicas. En este supuesto, *MONTES* sugiere con razón que atendiendo al principio de especialidad habría que aplicar el subtipo agravado, aunque tras la reforma del CP operada por LO 11/2003 de 29 de septiembre, la cuestión carece de relevancia en la medida en que dicha reforma introduce una suerte de “reincidencia cualificada” que, aplicada al tipo básico, produce el mismo marco penal que el establecido para el subtipo agravado²⁵.

²³ Así, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1395; DPE, 2002, 127; DP PE, 2008, 490; VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), 2005, 1453; BAJO FERNÁNDEZ/ BACIGALUPO, DPE, 2001, 535.

²⁴ Cfr. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1395; DPE PE, 2005, 309; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 245; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 207; MONTES ÁLVARO, El delito de información privilegiada, 2004, 1241; RUBIO LARA, Parte especial, 2006, 86; RODRÍGUEZ RAMOS, Lecciones, 2001, 540, sólo plantea la cuestión; HERNÁNDEZ SAINZ, APen, 1997, 208, señala que la concurrencia del subtipo agravado y la agravante de reincidencia suponen la existencia de un concurso de leyes penales que debe resolverse a favor del art. 285.2.1ª CP; GÓMEZ INIESTA, LL, 1999, 3947; La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 375 n. 308, en principio sugiere que podría plantearse la violación del principio *ne bis in idem* cuando el supuesto agravado (delito de iniciados habitual) concurrese con la agravante de reincidencia; sin embargo, considera que tal planteamiento se relativiza cuando un sujeto, que ya antes fue condenado en varias ocasiones por el delito de iniciados, es acusado por efectuar nuevas operaciones con información privilegiada por las que aún no ha sido enjuiciado, en cuyo caso sería perfectamente posible la aplicación del subtipo agravado.

²⁵ Cfr. MONTES ÁLVARO, El delito de información privilegiada, 2004, 1242.

2. La obtención de un beneficio de notoria importancia (art. 285.2,2.ª CP)

La circunstancia segunda del art. 285.2 CP, relativa a la notoria importancia del beneficio obtenido, ha sido criticada por su imprecisión, indefinición y vaguedad²⁶, y hasta ha sido calificada como elemento normativo del tipo²⁷.

Este subtipo cualificado *no prevé*, a diferencia del tipo básico, la posibilidad de que las operaciones de iniciados causen un *perjuicio de notoria importancia*, lo cual ha sido aplaudido por unos y juzgado negativamente por otros²⁸. Así, valoran positivamente esta ausencia quienes defienden que las operaciones con información privilegiada no causan en absoluto perjuicios patrimoniales ni a los inversores ni a las sociedades emisoras de títulos afectados por la información²⁹; por el contrario, otro sector entiende con razón que la ausencia de este elemento en el subtipo agravado carece de fundamento, ya que resultaría injustamente beneficiado quien causa un perjuicio económico sustancial, frente al iniciado que obtiene ganancias superiores a las del tipo básico si el Tribunal entendiera que dicho beneficio es de notoria importancia; además, se argumenta que por

²⁶ Vid. críticamente, CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 245; MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 223; RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 350; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 208; SUÁREZ GONZÁLEZ, Compendio, 1998, 555; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 377, 378; CALDERÓN CERESO, DP PE, 1999, 876; MESTRE DELGADO, DP PE, 2001, 360; DP PE, 2008, 376; MONTES ÁLVARO, El delito de información privilegiada, 2004, 1244; VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), Comentarios, 2005, 1452. En el mismo sentido, críticamente sobre otros tipos que contienen estructuras similares, v. gr., el término “especial gravedad” en la estafa, SORIANO SORIANO, Las agravantes específicas, 1993, 206-211; MUÑOZ CONDE, DP PE, 2002, 289.

²⁷ Así, FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 159; así tb., en relación con las tres circunstancias del art. 285.2 CP, LANDECHO VELASCO/MOLINA BLÁZQUEZ, DPE PE, 1996, 261; VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), Comentarios, 2005, 1452.

²⁸ A juicio de MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 224, la tipicidad de los casos en los que se constate la producción de perjuicios a terceros deben reconducirse a la circunstancia 3ª del art. 285.2 CP, pues el término “daño” abarca tanto las consecuencias perjudiciales de carácter material (económico/ patrimonial), como las de otra naturaleza (pérdida de confianza en el mercado, pánico financiero, etc). En contra de esta interpretación, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1396, si bien plantea que podría interpretarse que la exigencia del perjuicio viene impuesta a través de la circunstancia 3ª del art. 285.2 CP, niega que esta cláusula abarque los perjuicios ocasionados a intereses particulares; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 207, niega también esta posibilidad, ya que -a su juicio- la circunstancia 3ª exige que el perjuicio incida en sobre los intereses generales; así tb., TERRADILLOS BASOCO, Empresa y Derecho penal, 2001, 241.

²⁹ En este sentido, HERNÁNDEZ SAINZ, APen, 1997, 208; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 414.

razones de coherencia con el tipo básico debió sancionarse más gravemente tanto la obtención de un beneficio como la causación de un perjuicio³⁰.

Por otro lado, también se ha cuestionado la introducción de la circunstancia 1ª del art. 285.2 CP, pues la cuantía del beneficio establecida en el tipo básico puede considerarse ya de notoria importancia³¹. Así mismo, se advierte el extraño privilegio penológico que representa esta agravante, ya que en el tipo básico la pena de multa es del tanto al triplo del beneficio, mientras que el tipo agravado adopta el criterio de los días-multa³².

En cualquier caso, como señalan *MARTÍNEZ-BUJÁN*, *JERICÓ* o *MARTÍN PALLÍN*, se trata de una circunstancia objetiva de carácter impersonal que será aplicada a todos los que intervienen en la ejecución de delito, siempre que al momento de la acción hubieran tenido conocimiento de la concurrencia de esta agravante (art. 65.2 CP³³, o simplemente accesoria de la participación si se entiende que el art. 65.2 se refiere únicamente a las circunstancias agravantes o atenuantes genéricas). El fundamento de esta circunstancia descansa en el mayor contenido de lesividad que supone la obtención ilícita de cuantiosas ganancias por quienes aprovechan su posición de privilegio en el acceso a la información al realizar operaciones con una ventaja cognitiva de la que están privados los demás inversores³⁴.

³⁰ Así, RUIZ RODRÍGUEZ, *Protección penal del mercado de valores*, 1997, 349; SUÁREZ GONZÁLEZ, *Compendio*, 1998, 555; TERRADILLOS BASOCO, *Empresa y Derecho penal*, 2001, 241; JERICÓ OJER, *Utilización de información privilegiada*, 2002, 207; VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), *Comentarios*, 2005, 1452, 1453; MONTES ÁLVARO, *El delito de información privilegiada*, 2004, 1243, señala que la ausencia de toda referencia al perjuicio no es más que una omisión involuntaria del legislador; MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, *Delitos socioeconómicos*, 1996, 223, demandan la previsión de los perjuicios ocasionados y el *favorecimiento* de beneficios a terceros.

³¹ GONZÁLEZ RUS, *Curso*, 1996, 822; *Compendio*, 2000, 518; MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, *Delitos socioeconómicos*, 1996, 223; ROBLEDO VILLAR, *Delitos contra el patrimonio*, 1997, 401; SUÁREZ GONZÁLEZ, *Compendio*, 1998, 555; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), *Comentarios*, 1999, 377; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, *DPE*, 2001, 534; BAUCCELLS LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), *Comentarios*, 2004, 1061.

³² CALDERÓN CEREZO, *DP PE*, 1999, 876; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, *EPCr*, 2003, 159.

³³ MARTÍN PALLÍN, *CuadDJ*, 1997, 157; HERNÁNDEZ SAINZ, *APen*, 1997, 208; JERICÓ OJER, *Utilización de información privilegiada*, 2002, 207; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, *EPCr*, 2003, 159; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, *DP PE*, 2004, 587; *DP PE*, 2008, 401; RUBIO LARA, *Parte especial*, 2006, 86.

³⁴ JORNADA DE POZAS, *Código penal*, 1997, 2993; TERRADILLOS BASOCO, *Empresa y Derecho penal*, 2001, 240.

Un sector de la doctrina se ha preocupado por establecer una serie de criterios objetivos que permitan al intérprete determinar cuándo existe un beneficio de notoria importancia, y al afecto se ha propuesto, pues: a) atender a la variación de las cotizaciones, b) a la diferencia cuantitativa entre beneficios obtenidos y las pérdidas o beneficios de otros inversionistas no iniciados, c) al volumen de títulos negociados, d) a las circunstancias económicas del momento y, finalmente, e) se sostiene que habrá un beneficio de notoria importancia cuando las ganancias dupliquen a las del tipo básico³⁵. A juicio de *RUIZ RODRÍGUEZ* el objetivo de estos criterios es evitar que la aplicación de la agravante se convierta en una “pura matemática judicial”, y atienda al mayor grado de injusto que puede concurrir en la conducta agravada³⁶.

Sobre la naturaleza de esta agravante, referida a la obtención de un beneficio de notoria importancia, se ha defendido que, al igual que la cuantía del beneficio-perjuicio del tipo básico, se trata de una condición objetiva de punibilidad, por lo que la aplicación del subtipo agravado sólo sería posible cuando la plusvalía obtenida a través de operaciones con información privilegiada fuese sustancialmente mayor que las ganancias requeridas en el tipo básico³⁷. Pero naturalmente también cabe entender que es el elemento típico (accidental) de un subtipo agravado, lo que parece más correcto (con la posibilidad de entender que si el sujeto no logra el beneficio de notoria importancia pretendido, habrá tentativa del subtipo cualificado en concurso ideal con el tipo básico, lo que dará lugar según el art. 77 a la pena del tipo básico del 285.1 pero en su mitad superior, sin llegar pues a la pena de la cualificación).

³⁵ Sobre estos criterios, *vid.*, GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 375; RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 350; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 377.

³⁶ RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 350.

³⁷ Cfr. PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 413; EIRANOVA ENCINAS, Abuso de mercado, 2005, 648, sostiene que la notoria importancia del beneficio debe interpretarse tomando en consideración la condición objetiva de punibilidad del tipo básico. En contra, TERRADILLOS BASOCO, Empresa y Derecho penal, 2001, 240, 241, señala que al ser la cuantía del art. 285.1 CP un elemento del tipo, no puede estimarse que el beneficio de notoria importancia es una condición objetiva de punibilidad, sino que también merece la consideración de resultado típico.

Finalmente, existe amplio acuerdo en que la determinación del beneficio de notoria importancia debe encomendarse a la labor jurisprudencial³⁸.

3. *La causación un grave daño a los intereses generales (art. 285.2,3.ª CP)*

La circunstancia del grave daño a los intereses generales ha sido, al igual que las otras, criticada por su imprecisión y vaguedad, lo que –a juicio de SUÁREZ– supone dejar abierto un amplio margen de absoluta arbitrariedad³⁹. Existen, así mismo, notables coincidencias entre la circunstancia 2.ª y 3.ª del art. 285.2 CP, principalmente en lo que hace a su fundamento y el carácter atribuido a ambas; de esta forma, pues, el grave daño a los intereses generales es una circunstancia objetiva de carácter impersonal, por lo que en virtud del art. 65.2 CP (o, si se prefiere, de la accesoriedad de la participación) será aplicada a todos los que intervienen en el delito, siempre que hubieran tenido conocimiento de la misma⁴⁰, mientras que el fundamento de esta circunstancia se identifica, al igual que la del beneficio de notoria importancia, con la mayor gravedad del desvalor del resultado, razón por cual se ha advertido la aparente aplicación de ambas a un mismo hecho⁴¹. Así mismo, se ha enlazado el fundamento de esta agravante con el carácter supraindividual del bien jurídico protegido en el delito de iniciados⁴².

³⁸ MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1396; DPE PE, 2005, 310; SERRANO GÓMEZ, DP PE, 1996, 527; DP PE, 2003, 503; LANDECHO VELASCO/MOLINA BLÁZQUEZ, DPE PE, 1996, 261; HERNÁNDEZ SAINZ, APen, 1997, 208; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 375; LL, 1999, 3948; SUÁREZ GONZÁLEZ, Compendio, 1998, 555; CALDERÓN CEREZO, DP PE, 1999, 876; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 207; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 159; MONTES ÁLVARO, El delito de información privilegiada, 2004, 1244; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 534, señalan que el jurisprudencia suele apreciar la notoria importancia a partir del triple, o como mínimo el doble, de la cuantía del delito; así tb., GONZÁLEZ RUS, Curso, 1996, 822.

³⁹ VÁZQUEZ IRUZUBIETA, Código Penal Comentado, 1996, 434; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 376; RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 351; SUÁREZ GONZÁLEZ, Compendio, 1998, 555, 556; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 377, 378; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 534; MONTES ÁLVARO, El delito de información privilegiada, 2004, 1244; VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), Comentarios, 2005, 1452; QUERALT JIMÉNEZ, DPE PE, 2008, 587.

⁴⁰ MARTÍNEZ- BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1395; DPE, 2002, 127; DP PE, 2004, 587; DPE PE, 2005, 309, 310; DP PE, 2008, 491; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 207; RUBIO LARA, Parte especial, 2006, 86.

⁴¹ Cfr. MARTÍNEZ- BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1395; DPE, 2002, 127; DP PE, 2004, 587; DPE PE, 2005, 309, 310; DP PE, 2008, 490; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 245; GONZÁLEZ CUSSAC, DP PE, 1996, 482; JORNADA DE POZAS, Código penal, 1997,

Por otro lado, la aplicación de este subtipo presupone ineludiblemente la determinación de si el daño a los intereses generales está ligado necesariamente a un eventual perjuicio económico o si, por el contrario, la circunstancia 3.^a del art. 285 CP está referida a la existencia de un perjuicio cualitativo, no cuantificable económicamente, v. gr., la pérdida de confianza de los inversores en el mercado o la grave perturbación al funcionamiento del mercado. Parece que la interpretación correcta es que los graves daños a los intereses generales es una circunstancia de índole cualitativa, aunque hay que reconocer que en muchos casos, por ejemplo cuando existe un alto índice de desconfianza en el sistema bursátil, podrían ocasionarse pérdidas económicas cuantificables; sin embargo, los daños económicos a terceras personas no pueden considerarse –a los efectos del subtipo cualificado– como daños a los “intereses generales”⁴³.

A juicio de *PRIETO del PINO* la dicción del precepto comentado, que alude a *los* intereses generales, permite descartar que el tipo requiera la “lesión de bienes jurídicos en sentido técnico” cuya titularidad sea ostentada por toda la sociedad⁴⁴, de ahí la

1993; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 378; RUBIO LARA, Parte especial, 2006, 86.

⁴² Así, MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 223; RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 351, se limita a proponer el recurso al bien jurídico en el delito de iniciados como criterio útil para delimitar los contornos de esta agravante.

⁴³ Cfr. MARTÍNEZ- BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1396; DPE PE, 2005, 310; ROBLEDO VILLAR, Delitos contra el patrimonio, 1997, 401; HERNÁNDEZ SAINZ, APen, 1997, 208; SUÁREZ GONZÁLEZ, Compendio, 1998, 556; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 208; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 160; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 415; BAUCCELLS LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), Comentarios, 2004, 1062; RUBIO LARA, Parte especial, 2006, 86; TERRADILLOS BASOCO, Empresa y Derecho penal, 2001, 241, sostiene que el grave daño no comporta la efectiva lesión económica de una pluralidad de afectados, sino sólo su puesta en peligro, por lo que el grave daño debe ser interpretado como incidencia negativa de las operaciones de iniciados en el funcionamiento del sistema financiero o en la economía nacional; así tb., VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), Comentarios, 2005, 1453; GONZÁLEZ RUS, Curso, 1996, 822, sostiene que el “grave daño” puede abarcar tanto los daños inmateriales irrogados a la credibilidad y confianza de los inversores en el mercado de valores como los causados al sistema económico en su conjunto; así tb., CALDERÓN CEREZO, DP PE, 1999, 876; RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 352, pretende una mayor concreción al señalar que el grave daño debe referirse a los mecanismos de distribución de riqueza a través del mercado de valores. En contra, MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 224.

⁴⁴ MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1396; DPE PE, 2005, 310, estima que el término “daño” no debe interpretarse en el sentido de **efectiva lesión** del bien jurídico, por cuanto éste no puede ser lesionado debido a su naturaleza colectiva, sino que el daño debe ser interpretado en el sentido de la puesta en peligro del objeto de protección; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal

posibilidad de considerar como objeto del “grave daño” a entidades revestidas de tan poca concreción, v. gr., la economía nacional, el mercado de capitales o el sistema financiero⁴⁵; en consecuencia, el daño debe interpretarse –según la autora– como graves “repercusiones negativas materiales e inmateriales”, y éste se producirá cuando la realización de operaciones con información privilegiada sea del conocimiento público, por lo que tales daños escapan –desde esta perspectiva– al conocimiento propio del dolo, ya que la desconfianza de los inversores en el mercado y el desprestigio de las instituciones financieras serían efectos del “escándalo” producido por el conocimiento público de que en el mercado bursátil tienen lugar ciertas prácticas abusivas⁴⁶.

Al hilo de esta interpretación, *PRIETO del PINO* defiende que el subtipo agravado del art. 285.2, 3ª CP constituye un delito cualificado por el resultado, categoría Esta que –a su juicio– vulnera los principios de imputación personal y proporcionalidad, razón por la cual propone restringir la aplicación del subtipo cualificado sólo a los casos en los que el grave daño a los intereses generales pueda ser abarcado por el dolo del agente⁴⁷.

Por último, se advierte un amplio margen de incertidumbre en la determinación del grave daño a los intereses generales; no obstante, la aplicación de esta circunstancia está supeditada a su constatación judicial, lo que –a juicio de *SUÁREZ*– implica operar sobre

(dir.), Comentarios, 1999, 378, alega que no basta el peligro, sino que debe constatarse la **efectiva lesión** a los intereses generales y que dicha lesión sea grave, pero advierte que el problema está en determinar cómo se evalúa un daño grave a un interés colectivo como el correcto funcionamiento del mercado de valores.

⁴⁵ En parecidos términos, CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 246; HERNÁNDEZ SAINZ, APen, 1997, 208; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 378; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 535; TERRADILLOS BASOCO, Empresa y Derecho penal, 2001, 241; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 160; MONTES ÁLVARO, El delito de información privilegiada, 2004, 1244; VALLE MUÑIZ/MORALES PRATS, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), Comentarios, 2005, 1453; RUBIO LARA, Parte especial, 2006, 86.

⁴⁶ Cfr. PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 415.

⁴⁷ PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 415, 416; así tb., sostienen que la circunstancia 3ª del art. 285.2 CP contiene un delito cualificado por el resultado, HERNÁNDEZ SAINZ, APen, 1997, 208; MARTÍN PALLÍN, CuadDJ, 1997, 157; en parecidos términos, MUÑOZ CONDE, Uso indebido de información privilegiada, 1991, 34 y MORILLAS CUEVA/PORTILLA CONTRERAS, Comentarios, 1994, 220, en relación con la exigencia “de un grave daño para la causa pública o para tercero” del antiguo art. 368 CP (introducido por LO 9/1991, de 22 marzo).

la base de meras presunciones, pues de lo contrario, el precepto analizado sería inaplicable⁴⁸.

II. Relevancia del error sobre las circunstancias 1^a, 2^a, 3^a del art. 285.2 CP

Es generalmente admitido, por imperativo del art. 14.2 CP, que el error –vencible o invencible– sobre una de las circunstancias de un tipo agravado impedirá su apreciación. Esta afirmación tiene plena vigencia en el ámbito del subtipo cualificado que nos ocupa, y esto con independencia de que dichas circunstancias sean consideradas como elementos accidentales o como circunstancias agravantes específicas; sin embargo, en estos casos de error sobre circunstancias agravatorias aunque no es aplicable el subtipo agravado, la responsabilidad penal subsiste con arreglo al tipo básico⁴⁹.

III. Penalidad

Con la reforma al CP operada por LO 15/2003, de 25 de noviembre, tanto el tipo básico del art. 285.1 CP como el subtipo cualificado del art. 285.2 CP establecen una pena mixta cumulativa, a saber: privativa de libertad, privativa de derechos y pecuniaria⁵⁰. No obstante, es preciso tener en cuenta que antes de dicha reforma, la sanción del delito de iniciados también establecía una pena cumulativa, aunque estaba limitada únicamente a

⁴⁸ SUÁREZ GONZÁLEZ, Compendio, 1998, 556; en parecidos términos, MONTES ÁLVARO, El delito de información privilegiada, 2004, 1245; QUERALT JIMÉNEZ, DPE PE, 2008, 588, especialmente incisivo con esta regulación; RUIZ RODRÍGUEZ, Protección penal del mercado de valores, 1997, 352, sobre la inaplicabilidad de estos preceptos como consecuencia de la indeterminación de sus conceptos.

⁴⁹ Así, OCTAVIO DE TOLEDO Y UBIETO/HUERTA TOCILDO, DP PG, 1986, 149; MAURACH/ZIPF, DP PG, 1994, 404; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), Comentarios, 1996, 1393; DPE PE, 2005, 307; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 247; LUZÓN PEÑA, Curso, 1997, 451; HERNÁNDEZ SAINZ, APen (9), 1997, 207; BACIGALUPO ZAPATER, Principios, 1997, 235, 239; TERRADILLOS BASOCO, Empresa y Derecho penal, 2001, 240; RAMOS TAPIA, en: Zugaldía Espinar (dir.), DP PG, 2004, 518; MUÑOZ CONDE/GARCÍA ARÁN, DP PG, 2004, 278; ARÁUZ ULLOA, El delito de omisión, 2006, 514; MIR PUIG, DP PG, 2008, 272.

⁵⁰ Así, GONZÁLEZ CUSSAC, en: Vives Antón (dir.), 1996, 481; MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, Delitos socioeconómicos, 1996, 220; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 157; BAUCCELLS LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), Comentarios, 2004, 1060; GONZÁLEZ RUS, en: Cobo del Rosal (coord.), DPE PE, 2005, 604; MESTRE DELGADO, DP PE, 2008, 377.

la privativa de libertad y a la pecuniaria, es decir, no se imponía expresamente ninguna pena privativa de derechos⁵¹.

La regulación original del *insider trading* establecía para el tipo básico una pena de prisión de 1 a 4 años y multa de tanto al triplo del beneficio obtenido o favorecido, mientras que para el subtipo agravado se aplicaba una pena de prisión de 4 a 6 años y multa de 12 a 24 meses. Con relación a las penas de multa establecidas originalmente, la doctrina advertía su falta de congruencia, ya que –como bien apuntaba *TERRADILLOS*– en los delitos de cuello blanco, la pena de multa debe adecuarse a la cuantía, multiplicándola, a la del incentivo pretendido por el sujeto activo. Así pues, tal y como estaba regulada inicialmente, la pena de multa podía conducir al absurdo de que el tipo agravado tuviera una pena inferior a la del tipo básico, pues en éste la multa debía ascender, como mínimo a 75,000 millones de pesetas, mientras que al contemplarse una multa de hasta 24 meses en el tipo agravado, ésta no podía superar los 36 millones de pesetas, debido a que el 50.4 CP establecía como cuota diaria máxima, la cantidad de 50 mil pesetas. De esta forma, pues, debido a este evidente defecto de técnica legislativa la pena de multa no era proporcional a la gravedad de cada uno de los supuestos⁵².

Como hemos apuntado, no obstante, tal previsión legislativa fue modificada por LO 15/2003, estableciendo para el tipo básico 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 años⁵³, mientras que para el

⁵¹ A juicio de PRIETO DEL PINO (Uso de información privilegiada, 2004, 407), la pena de multa debería operar siempre como alternativa a la pena de prisión, especialmente cuando dicha sanción pecuniaria es de carácter proporcional; respecto de la pena de inhabilitación especial, entiende que posee un contenido retributivo muy elevado y, finalmente, en lo que hace a la pena de prisión, sostiene que la pena abstracta o pena tipo es respetuosa del principio de proporcionalidad, ya que el legislador español no ha sido especialmente severo al establecer el marco penal, en comparación con otras figuras delictivas.

⁵² En este sentido, GONZÁLEZ RUS, en: Cobo del Rosal (dir.), Curso, 1996, 821; en: Cobo del Rosal (dir.), 2000, 518; CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 251; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 383 n. 136; TERRADILLOS BASOCO, Protección penal del mercado financiero, 2001, 245, 246; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, DPE, 2001, 533; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 157.

⁵³ GÓMEZ INIESTA, LL, 1999, 39523, valora positivamente la inclusión de las denominadas “interdicciones profesionales”, ya que –a su juicio– constituyen una pena desincentivadora y adecuada en el ámbito de los delitos económicos y, muy especialmente, en las operaciones de iniciados; así tb., JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 195, 196; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 157.

subtipo agravado se prescribe una pena de prisión de cuatro a seis años, la misma multa del tanto al triplo del beneficio obtenido o favorecido e inhabilitación especial de la profesión o actividad igualmente de dos a cinco años. A juicio de *GONZÁLEZ RUS*, esta modificación, que afecta a la pena de multa, viene a resolver el absurdo que se producía en la regulación anterior, en virtud de la cual el máximo posible de la multa a imponer en el tipo agravado podía ser inferior a la del tipo básico; sin embargo, advierte que al calcularse la pena de multa con base al beneficio obtenido o favorecido, podría interpretarse que la misma quedaría excluida cuando el tipo fuese aplicado precisamente por la causación de perjuicios^{54 55}.

Pese a que la modificación de la pena de multa vino a resolver la paradoja de la falta de proporcionalidad entre la multa del tipo básico y del subtipo agravado, lo cierto es que no deja de ser así mismo paradójico que el legislador haya establecido –tanto para el tipo básico como para el subtipo cualificado– el mismo sistema de cálculo para la pena de multa y la misma duración de la pena privativa de derechos⁵⁶.

IV. Requisito de procedibilidad (art. 287.1 y 2 CP)

A la luz de esta previsión legislativa podría interpretarse que los tipos penales comprendidos en la sección relativa a los delitos contra el mercado y los consumidores, entre los que se encuentra el *insider trading*, se han configurado como delitos *semiprivados*⁵⁷, ya que por regla general sólo pueden ser perseguidos a instancia de

⁵⁴ Cfr. CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 251; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 157; GONZÁLEZ RUS, en: Cobo del Rosal (coord.), DPE PE, 2005, 604; así tb., MESTRE DELGADO, DP PE, 2008, 378. Al respecto, GÓMEZ INIESTA, LL, 1999, 3952, sostiene que el CP debería abandonar el criterio del beneficio para imponer la pena de multa y, en su lugar, adoptar el criterio de la cuantía de la operación o el sistema de los días multa; en contra de la aplicación del sistema de los días multa, JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 195, alega de que es posible que dicha sanción pecuniaria pierda su función preventivo general –no así la especial-, pues al sujeto le sería rentable pagar la multa, si con el uso de información privilegiada obtuviera elevados beneficios económicos, razón por la cual considera preferible el sistema adoptado por el legislador.

⁵⁵ GONZÁLEZ CUSSAC, CPC (37), 1989, 147, proponía hace algunos años que el delito de iniciados debía ser sancionado con una pena privativa de libertad de corta duración y una sanción pecuniaria que tomara en consideración el daño irrogado a través de las operaciones con información privilegiada.

⁵⁶ En este sentido, BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 383.

⁵⁷ Cfr. MONTES ÁLVARO, El delito de información privilegiada, 2004, 1245. Por su parte, QUERALT JIMÉNEZ, DPE PE, 2008, 581, defiende el carácter de **delito semipúblico** de este tipo delictivo, argumentando que la perseguibilidad del hecho punible está supeditada a la denuncia del agraviado o del

parte⁵⁸, a excepción de aquellos casos en los que se afectan los intereses generales o de una pluralidad de personas.

Entre las críticas formuladas por la doctrina a esta condición de perseguibilidad destaca, en primer lugar, la difícil aplicación del precepto en la medida en que al tratarse de un delito que afecta los intereses económicos derivados de la libre concurrencia de inversores en el mercado de valores, parece inviable que puedan resultar perjudicados los menores o las personas desvalidas; y en segundo lugar, que dicho precepto (art. 287.1 CP) es superfluo, pues –en términos generales– las operaciones con información privilegiada se caracterizan por la existencia de varios inversores perjudicados (sujeto pasivo plural) y por la afectación de ciertos intereses generales, por lo que en todo caso sería de aplicación la excepción establecida en el apartado 2º del art. 287 CP⁵⁹.

Además, se advierte que la previsión legal del art. 287.1 CP podría constituir un grave obstáculo para la aplicación del delito de iniciados, precisamente por la dificultad que implica el constatar la existencia de inversores que hayan sufrido un perjuicio

Ministerio fiscal en ejercicio de su función supletoria; en el mismo sentido, CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 253; MESTRE DELGADO, DP PE, 2008, 379. En contra, PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, 417, defiende el carácter de **delito público** del *insider trading*, lo cual es consecuente con la posición asumida por la autora en torno al bien jurídico protegido, el que identifica con el interés general de la “justicia informativa de las cotizaciones”.

⁵⁸ Conviene recordar, no obstante, que el PCP/1992 prescindía de la perseguibilidad de este delito a instancia de parte, así el art. 305.3 establecía que “no se procederá criminalmente por la conducta descrita en el apartado primero de este artículo, hasta tanto se haya concluido el expediente sancionador incoado por el Organismo competente encargado de la supervisión de los mercados de valores, el cual y en esos casos, absteniéndose de imponer sanciones, remitirá lo actuado al Ministerio Fiscal, sin perjuicio de las facultades de éste para instar la iniciación o conclusión del expediente”. Cfr. Estudio comparativo del Código penal vigente y el Proyecto de Código penal de 1992, Ministerio de Justicia, Madrid, 1992, pág. 158.

⁵⁹ En este sentido, MONTES ÁLVARO, El delito de información privilegiada, 2004, 1246, así tb. CALDERÓN SUSÍN, CuadDJ, 1996, 254, señala que la regla de la persecución a instancia de parte no parece estar pensada para el delito de iniciados; MESTRE DELGADO, DP PE, 2008, 379, destaca que el apartado 1º del art. 287 CP resulta escasamente aplicable, ya que la naturaleza semipública de este delito decae, y la infracción se convierte en pública, cuando se afecta a los intereses generales o a una pluralidad de personas, lo que normalmente ocurre en el delito de iniciados; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: Cobo del Rosal (dir.), Comentarios, 1999, 378, 384, 385, sostiene que no debe resultar aplicable la exigencia de denuncia de la persona agraviada, como requisito de perseguibilidad, por cuanto las operaciones de iniciados alteran el correcto funcionamiento del mercado (intereses generales), con independencia de que afecte a otros inversores individuales, razón por la cual podría aplicarse directamente el apartado 2º del art. 287 CP; sin embargo, admite que la regla de perseguibilidad recogida en el apartado 1º del art. 287 CP sumada a la exigencia típica de la obtención de un beneficio o causación de un perjuicio (junto con las agravantes 2ª y 3ª del art. 285.2 CP) también permitiría la interpretación de que sólo cuando la lesión patrimonial afecte gravemente a los intereses generales o a una pluralidad de personas el delito podría ser perseguido por el Ministerio Fiscal.

patrimonial como consecuencia de las operaciones con información privilegiada, lo cual seguiría siendo un obstáculo aun cuando el Ministerio Fiscal interviene en representación de menores de edad, incapaces o por cuenta propia debido a la afectación de una pluralidad de sujetos; esto es así porque incluso en estos supuestos dicho órgano está constreñido a invocar la existencia de perjuicios en el patrimonio de quienes representa. Por tanto, el único requisito de procedibilidad que no supone mayores problemas es –a juicio de *QUERALT*, *FERRADIS* y *MARTÍNEZ GARAY*– el que faculta la intervención del Ministerio Fiscal cuando se afecta a los intereses generales⁶⁰.

V. Concurrencia de sanciones penales y administrativas en el *insider trading*: ¿vulneración del principio *non bis in idem*?

La cuestión que pretendemos exponer, analizar y resolver en este acápite es la relativa a si la duplicidad sancionadora, penal y administrativa, en materia de operaciones de iniciados supone la infracción del principio *non bis in idem* o *ne bis in idem*, concebido como un derecho fundamental⁶¹. Este planteamiento obedece a que en materia bursátil, al igual que en otros ámbitos, los ilícitos administrativos del *insider trading* encuentran su equivalente en el orden penal, con una similitud morfológica que hace difícil delimitar las diferencias, por más que –como afirma *BOIX*– se recurra en determinados casos a la distinción cuantitativa, criterio este que –a juicio del citado autor– es el único que permite fundamentar el principio *non bis in idem*⁶². En efecto, la prohibición del uso o suministro de información privilegiada bursátil está recogida tanto en la LMV como en el CP, con la única diferencia que la LMV castiga, además de las conductas antes mencionadas, la recomendación de operaciones basadas en dicha información y, así

⁶⁰ Cfr. *QUERALT JIMÉNEZ*, DPE PE, 1996, 478 ss; *FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY*, EPCr, 2003, 160, 161.

⁶¹ *Vid.* al respecto, *SÁNCHEZ CALERO*, PJ, 1988, 262; *VARELA VARAS*, AMF (3), 1992, 11; *ARROYO ZAPATERO*, El abuso de información privilegiada, 1995, 54 ss; *MARTÍNEZ FLÓREZ*, EJB, 1995, 3561; *GIUDICELLI-DELAGE*, El delito de iniciados, 1995, 407 ss; *GÓMEZ INIESTA*, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 445 ss; LL, 1999, 3956 ss; *JERICÓ OJER*, Utilización de información privilegiada, 2002, 190 ss; *MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ*, DPE, 2002, 126; *FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY*, EPCr, 2003, 165 ss; *PUENTE ABA/PERNAS GARCÍA*, El abuso de la información privilegiada, 2004, 347, 365; *PRIETO DEL PINO*, Uso de información privilegiada, 2004, 316; *ENTRENA RUIZ*, El empleo de información privilegiada, 2006, 355 ss.

⁶² Cfr. *BOIX REIG*, en: LH- Rodríguez Mourullo, La jurisprudencia constitucional sobre el principio *non bis in idem*, 2005, 123.

mismo, omite toda referencia a la obtención de beneficios o la causación de perjuicios, como sí lo exige expresamente el art. 285 CP.

A juicio de un sector doctrinal, este planteamiento sólo tiene sentido cuando las operaciones con información privilegiada superan el límite cuantitativo establecido en el art. 285 CP, pues cuando el beneficio-perjuicio es inferior a 600.000 euros lo único que procede es la aplicación de las sanciones administrativas establecidas en la LMV; esto es así –sostienen- porque dicho límite cuantitativo marca la frontera entre la infracción penal y administrativa⁶³. Sin embargo, para quienes defienden que la cuantía del beneficio-perjuicio constituye un resultado típico, la cuestión debe valorarse siempre, esto es, tanto cuando se alcanza o se supera el límite cuantitativo como cuando, por ejemplo, se obtienen beneficios o se causan perjuicios inferiores a 600.000 euros, en cuyo caso, si pese a todo el autor pretendía o aceptaba superar esa cantidad (tenía dolo directo o eventual), habría una tentativa punible. No se planteará en cambio esa posibilidad de doble sanción si el sujeto no tenía dolo de superar los 600.000 euros y no los supera, en cuyo caso no habría tentativa, o incluso aunque los supere, en cuyo caso sólo habría posible comisión imprudente no tipificada.

El análisis de esta cuestión debe ir acompañado fundamentalmente del repertorio de jurisprudencia constitucional, ya que el reconocimiento y contenido del *non bis in idem* ha sido desarrollado muy especialmente por el TC a partir de la Sentencia núm. 2/1981, de 30 enero (RTC 1981\2), en virtud de la cual se dota a dicho principio de relevancia constitucional al vincularlo con los principios de legalidad y tipicidad consagrados en el art. 25. 1 CE. A partir de esta resolución, pues, el TC admite que el *non bis in idem* goza de protección constitucional, pero condiciona su aplicación a la concurrencia de ciertos presupuestos, a saber: la identidad de hechos, sujetos y fundamentos. De esta forma, antes de iniciar el análisis de la vigencia del *bis in idem* en materia de *insider trading*, conviene exponer brevemente algunas cuestiones que afectan a este derecho fundamental.

⁶³ En este sentido, JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 190; PUENTE ABA/PERNAS GARCÍA, El abuso de la información privilegiada, 2004, 366.

1. *Cuestión terminológica, antecedentes legislativos y fundamento del principio non bis in idem*

Tanto la doctrina como la jurisprudencia utilizan indistintamente la expresión *ne* (“que no”, prohibición con subjuntivo en estilo indirecto) o *non bis in idem* para referirse a la prohibición “constitucional” de sancionar repetidamente a un sujeto por un mismo hecho. En realidad, el principio aparece formulado como *ne bis in idem (crimen iudicetur)* [*que no (se juzgue el crimen) dos veces*]; sin embargo, aparentemente el deseo de transformar la frase al estilo directo o la mera preferencia fonética de la alocución es lo que ha llevado a que, en ocasiones, se prefiera la utilización de la fórmula *non bin in idem*⁶⁴.

La plasmación legislativa de este principio se ha producido en distintos textos internacionales, v. gr., el art. 14. 7 del Pacto Internacional de Derechos Civiles y Políticos (1966) o el art. 50 de la Carta de los Derechos Fundamentales de la Unión Europea (2000). Por su parte, como es sabido, la CE no recoge expresamente, a diferencia de las de otros países como Alemania⁶⁵, la prohibición de no ser sancionado o procesado dos veces por los mismos hechos, sino que ha sido el TC el que ha elevado dicho principio a la categoría de derecho fundamental. Así mismo, la prohibición de incurrir en *bis in idem* aparece recogida con carácter general en los arts. 133 de la LRJAP-PC y 5.1 del Reglamento para el ejercicio de la potestad sancionadora, si bien el art. 114,1º LECrim recogía ya la imposibilidad de “seguirse pleito sobre el mismo hecho” cuando se hubiera promovido “juicio criminal en averiguación de un delito o falta”; no obstante –como apunta PÉREZ MANZANO– este reconocimiento legislativo es

⁶⁴ Cfr. al respecto, DE LEÓN VILLALBA, *Acumulación de sanciones*, 1998, 35, 36, quien prefiere utilizar la terminología “*ne bis in idem*”, porque –entre otras razones gramaticales– las primeras referencias sobre el origen de este principio recogen en su formulación la partícula “*ne*”, en lugar de “*non*”; BENLLOCH PETIT, *El principio non bis in idem*, 1998, 305 n. 3; COCOY BIDASOLO/GALLEGO SOLER, *APen* (8), 2000, 161; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, *El principio: non bis in idem*, 2004, 14, 17; ENTRENA RUIZ, *El empleo de información privilegiada*, 2006, 355 n. 2.

⁶⁵ El art. 103. 3 GG “Nadie puede ser castigado más de una vez por el mismo hecho en virtud de las leyes penales generales” (Niemand darf wegen derselben Tat auf Grund der allgemeinen Strafgesetze mehrmals bestraft werden); sin embargo, es preciso mencionar que el art. 9.3 del Anteproyecto de Constitución hacía mención expresa del principio *non bis in idem*, aunque posteriormente fue excluido por el Dictamen de la Comisión del Congreso con la pretensión de incorporarlo al actual art. 25.1 CE, lo cual nunca ocurrió. Cfr. al respecto, COBO DEL ROSAL/BOIX REIG, en: Cobo del Rosal (dir.)/Bajo Fernández (coord.), *Comentarios*, 1982, 214; DE LEÓN VILLALBA, *Acumulación de sanciones*, 1998, 287 ss; TORRES FERNÁNDEZ, *LL* (4), 2000, 1552 n. 6; BOIX REIG, en: LH- Rodríguez Mourullo, *La jurisprudencia constitucional sobre el principio non bis in idem*, 2005, 128 n. 10; ENTRENA RUIZ, *El empleo de información privilegiada*, 2006, 355 n. 3.

relativamente reciente, pues la “tradición legal y jurisprudencial española se asienta en la compatibilidad entre sanciones administrativas y penales”⁶⁶.

Puede admitirse que el fundamento general del principio *ne bis in idem* descansa en los principios de justicia e igualdad (art. 1 CE)⁶⁷ y en la protección de la seguridad jurídica (art. 9.3 CE); sin embargo, la vertiente material de dicho principio concreta su fundamento además en los principios de legalidad y proporcionalidad, aunque como veremos hay quienes añaden el principio de subsidiariedad, en tanto que la vertiente procesal lo concreta en el principio de tutela judicial efectiva sin indefensión (art. 24. 1 CE)⁶⁸.

2. *Ámbito de aplicación del principio*

La prohibición de incurrir en *bis in idem* no es exclusiva del ámbito penal –aunque algunos ordenamientos parecen limitarlo a las relaciones entre sanciones penales derivadas de un misma infracción– sino que también es extensiva a las relaciones entre sanciones penales y administrativas⁶⁹, siendo precisamente en este ámbito en el que se pronunció por primera vez el TC mediante Sentencia 2/1981⁷⁰. La aplicación de este

⁶⁶ PÉREZ MANZANO, La prohibición constitucional de incurrir en *bis in idem*, 2002, 18; en parecidos términos, DE VICENTE MARTÍNEZ, APen, 2000, 474; ENTRENA CUESTA, El empleo de información privilegiada, 2006, 357.

⁶⁷ Así, LUZÓN PEÑA, Derecho Penal, PG, 2.ª ed. en prensa, Cap. 2, III, 10.

⁶⁸ En este sentido, DE LEÓN VILLALBA, Acumulación de sanciones, 1998, 406 ss; DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO, *Ne bis in idem* material y procesal, 2004, 10; así tb., se refieren al fundamento de este principio, pero desde una perspectiva global, TORRES FERNÁNDEZ, LL (4), 2000, 1548; PUERTA LUIS, Duplicidad sancionadora, 2003, 44; BOIX REIG, en: LH- Rodríguez Mourullo, La jurisprudencia constitucional sobre el principio *non bis in idem*, 2005, 129; por su parte, LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, El principio: *non bis in idem*, 2004, 20, 74, entiende que el *ne bis in idem* tiene dos posibles fundamentaciones, esto es, el principio de culpabilidad que impide que pueda imponerse por el mismo hecho al mismo sujeto una sanción que exceda el límite proporcional a la culpabilidad y, el principio de seguridad jurídica por el que no es posible la amenaza permanente de diferentes sanciones (simultáneas o sucesivas en el tiempo), por el mismo hecho al mismo sujeto.

⁶⁹ Así, por ejemplo, pese a que la Constitución colombiana (art. 29) parece limitar la aplicación del *non bis in idem* al ámbito penal, la Corte Constitucional lo ha hecho extensivo a todo tipo de actuación administrativa y, en general, a todo tipo de actos en los que el Estado ejerce la potestad sancionadora.

⁷⁰ En este sentido, el TC dispuso que “El principio general del derecho conocido por «*non bis in idem*» supone, en una de sus más conocidas manifestaciones que no recaiga duplicidad de sanciones - administrativa y penal- en los casos en que se aprecie la identidad del sujeto, hecho y fundamento sin existencia de una relación de supremacía especial de la Administración (...)”.

derecho fundamental puede plantearse en diversos supuestos⁷¹, a saber: a) cuando aún no hubiese recaído sentencia en el ámbito penal y se inicia un procedimiento administrativo sancionador, b) cuando se abren dos procesos administrativos⁷² y/o penales por los mismos hechos, c) cuando se aplica un concurso de delitos en casos en los que, en realidad, existen concurso de leyes⁷³ o, d) cuando además de la sanción penal se impone una sanción administrativa.

3. *Vertiente material (o sustantiva)*

La vertiente material de este principio alude a que nadie puede ser **sancionado** dos veces por un mismo hecho y, como hemos apuntado, tal prohibición es extensiva a sanciones en el mismo orden, penal o administrativo, y en los dos órdenes, salvo en aquellos supuestos en los que existan relaciones de sujeción especial entre el sujeto y la Administración (v. gr., los funcionarios o los ciudadanos privados de libertad en centros penitenciarios) o cuando las normas sancionadoras protegen distintos intereses, en cuyo caso el TC entiende que sí es posible la duplicidad sancionadora⁷⁴. Sin embargo, la garantía constitucional del *bis in idem* debe reunir el requisito de la triple identidad que analizaremos posteriormente, pues en caso contrario no procedería su aplicación⁷⁵.

Como hemos afirmado, el fundamento de esta prohibición –en su vertiente material– descansa concretamente en el principio de legalidad y proporcionalidad⁷⁶, aunque hay quienes sostienen que el principio de subsidiariedad también fundamenta la prohibición de doble castigo por el mismo hecho, en el sentido de que no exista ninguna otra medida o pena menos grave para alcanzar el mismo fin preventivo, el cual sería defraudado si se

⁷¹ TORRES FERNÁNDEZ, LL (4), 2000, 1548, 1549; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, El principio: non bis in idem, 2004, 18; BOIX REIG, en: LH- Rodríguez Mourullo, La jurisprudencia constitucional sobre el principio *non bis in idem*, 2005, 130.

⁷² GÓMEZ INIESTA, LL, 1999, 3960.

⁷³ MORILLAS CUEVA, Curso, 1996, 42.

⁷⁴ Así, entre otras, la STC 2/1981, de 30 de enero; STC 112/1990, de 18 de junio; STC 234/1991, de 10 de diciembre.

⁷⁵ Cfr. entre otras, la STC 2/1981, de 30 de enero; STC 254/1990, de 15 de octubre; STC 204/1996, de 16 de septiembre.

⁷⁶ Así, la STC 2/2003, de 16 de enero.

impusieran dos sanciones frente al mismo ilícito⁷⁷. En cuanto al principio de legalidad, la doble sanción traería como consecuencia que el ciudadano no sabría bien a qué atenerse cuando comete un hecho con relevancia jurídica; mientras que en el ámbito del principio de proporcionalidad (y por tanto, de los de justicia e igualdad), la doble sanción supondría castigar un hecho más allá de su gravedad⁷⁸.

4. *Vertiente procesal*

La vertiente o faceta procesal del *ne bis in idem*, por su parte, concebida como el complemento de la vertiente sustantiva⁷⁹, sugiere que nadie puede ser **juizado** dos veces por los mismos hechos o, dicho de otro modo: nadie puede ser sometido a un **doble procedimiento** por los mismos hechos. A esta faceta también se le ha otorgado relevancia constitucional y aparece íntimamente ligada a la excepción de “cosa juzgada” como garantía procesal. A juicio de *DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO*, esta vertiente tiene como fundamento específico el derecho a la tutela judicial efectiva sin indefensión (y a un proceso con garantías), pues dicha tutela supone que el ciudadano no se encuentre permanentemente inseguro al existir la posibilidad de “reabrir” o “duplicar” la causa⁸⁰.

No obstante el contenido esencial que se atribuye a la vertiente procesal del principio *non bis in idem*, un amplio sector doctrinal sostiene que dicha faceta se extiende a otras consecuencias, a saber: subordinación de la Administración a la autoridad judicial, lo

⁷⁷ En este sentido, BENLLOCH PETIT, *El principio non bis in idem*, 1998, 51 ss; así tb., TORRES FERNÁNDEZ, LL (4), 2000, 1548.

⁷⁸ Así, TORRES FERNÁNDEZ, LL (4), 2000, 1548; PÉREZ MANZANO, *La prohibición constitucional de incurrir en bis in idem*, 2002, 26; BOIX REIG, en: LH- Rodríguez Mourullo, *La jurisprudencia constitucional sobre el principio non bis in idem*, 2005, 129; IGLESIAS MACHADO/MORENO Y BRADO, CPC (89), 2006, 76.

⁷⁹ A juicio de BOIX REIG (en: LH- Rodríguez Mourullo, *La jurisprudencia constitucional sobre el principio non bis in idem*, 2005, 131), la prohibición de doble sanción, como derecho fundamental del ciudadano, se encuentra indisolublemente unida a su garantía jurisdiccional, de tal forma que ambas comparten el mismo fundamento y naturaleza, razón por la cual –afirma– existe una relación sustancial e inescindible entre ambas vertientes, material y procesal; así tb., sobre el carácter complementario del non bis in idem procesal del material, BENLLOCH PETIT, *El principio non bis in idem*, 1998, 307, 327, 331; BUSTOS RAMÍREZ/HORMAZÁBAL MALAREE, en: LH- Cobo del Rosal, *Principio de legalidad y “ne bis in idem”*, 2005, 169; por el contrario, TORRES FERNÁNDEZ, LL (4), 2000, 1550, sostiene que la vertiente procesal del principio *non bis in idem* no es un mero complemento de la vertiente sustantiva, sino que tiene entidad propia, cuyos efectos se materializan en la prevalencia de la jurisdicción penal sobre el procedimiento administrativo sancionador.

⁸⁰ *DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO*, *Ne bis in idem material y procesal*, 2004, 11.

cual implica que la primera no podrá instar la ejecución de actos o procedimientos sancionadores cuando los hechos pudieran ser constitutivos de delito o falta, mientras la Autoridad judicial no se hubiera pronunciado sobre éstos (art. 133 LRJAP-PAC); necesidad de respetar la cosa juzgada; el control posterior de los actos administrativos por parte de la Autoridad judicial y; finalmente, el carácter vinculante de los hechos probados en sede judicial cuando la Administración inste posteriormente un proceso sancionador⁸¹.

Una vez esbozado el contenido, alcance y fundamento de ambas vertientes, material y procesal, procederemos al análisis del requisito de la triple identidad como presupuesto indispensable para la aplicación del principio *non bis in idem*, para luego exponer y analizar los distintos problemas que ha generado la doctrina jurisprudencial del TC en la materia que nos ocupa.

5. *La triple identidad: de hecho, de sujeto y de fundamento*

Como hemos mencionado, el TC condiciona la aplicación del principio *non bis in idem* a la concurrencia de la denominada triple identidad: de hecho, de sujeto y de fundamento. Así pues, procederemos a exponer brevemente el contenido que tanto la doctrina como la jurisprudencia han asignado a cada uno de estos requisitos.

a) La *identidad de sujeto* implica, como es evidente, que la doble sanción tiene que recaer sobre la misma persona (identidad subjetiva). La constatación de esta premisa no supone, en principio, mayores problemas cuando los sancionados en ambos procedimientos son personas físicas, pues –desde una perspectiva procesal– la determinación de la identidad de los sujetos es meramente **nominal**; sin embargo, la cuestión no es tan sencilla cuando el sancionado en el procedimiento administrativo es

⁸¹ Cfr. al respecto, TORRES FERNÁNDEZ, LL (4), 2000, 1550; CORCOY BIDASOLO/GALLEGOSOLER, APen (8), 2000, 162; TERRADILLOS BASOCO, Empresa y Derecho penal, 2001, 132; PÉREZ MANZANO, La prohibición constitucional de incurrir en bis in idem, 2002, 27, 59; DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO, Ne bis in idem material y procesal, 2004, 11. A juicio de VALENCIA MARTÍN, en: Casas Baamonte/Rodríguez Piñero/Bravo-Ferrer (dirs.), Comentarios, 2008, 758, la subordinación de la Administración a la jurisdicción penal y el carácter vinculante de los hechos probados en sede penal constituyen reglas que deben incardinarse en la vertiente material del *non bis in idem*, y no en la procesal, puesto que su finalidad es evitar una doble sanción y no un doble procedimiento.

una persona jurídica, mientras que en el proceso penal se sanciona a una persona física⁸². De esta forma, si acudimos al criterio nominal resulta obvio que habría que negar la identidad de sujetos entre una persona física y una persona jurídica, pues ambas son entidades jurídicas independientes y autónomas.

A juicio de un sector doctrinal la cuestión que debe ser objeto de análisis en este ámbito no es la de si personas físicas y jurídicas son entes autónomos, sino que debe valorarse la cuestión de si ambas constituyen o no una entidad única cuando, por un lado, se sanciona al empresario como representante de la empresa y, por otro, a la empresa como tal⁸³. En este sentido, pues, aunque autores como *PÉREZ MANZANO* o *DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO* admiten las diferencias entre personas físicas y jurídicas, sostienen no obstante que ambas constituyen un mismo sujeto a los efectos de la norma infringida y de las sanciones impuestas. El fundamento de esta postura radica en la afirmación de que son las personas físicas las que actúan en nombre de las personas jurídicas, las que –por su incapacidad de acción y de culpabilidad– no pueden por sí mismas infringir la norma; en consecuencia, la infracción de una norma atribuida a una persona jurídica deriva de la infracción realizada por la persona física. Esta tesis conduce a admitir la identidad de sujeto cuando en la vía administrativa se sanciona a una persona jurídica y en el orden penal a una persona física⁸⁴.

b) La *identidad de hecho* se presenta como uno de los requisitos de mayor complejidad, ya que su determinación ha sido analizada desde dos perspectivas distintas. Así, por un lado, se alude a la similitud del hecho desde una perspectiva naturalista y, por otro, se recurre a la identificar la unidad de hecho desde un plano estrictamente normativo. La

⁸² En este sentido, la STC 177/1999, de 11 de octubre, resuelve un supuesto en el que una persona jurídica es sancionada a través de una resolución administrativa, mientras que en el proceso penal por los mismos hechos se condenó a su representante.

⁸³ En este sentido, DE LEÓN VILLALBA, *Acumulación de sanciones*, 1998, 481; TORRES FERNÁNDEZ, LL (4), 2000, 1548; PÉREZ MANZANO, *La prohibición constitucional de incurrir in bis in idem*, 2002, 126.

⁸⁴ *Vid.*, más ampliamente, PÉREZ MANZANO, *La prohibición constitucional de incurrir in bis in idem*, 2002, 127 ss; DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO, *Ne bis in idem material y procesal*, 2004, 16. En contra de apreciar identidad de sujeto en estos casos, CORCOY BIDASOLO/GALLEGO SOLER, APen (8), 2000, 165, quienes al comentar la STC 177/1999, de 11 octubre, niegan que -desde un punto de vista formal- pueda apreciarse la identidad de sujeto, pese a que admiten que en el caso concreto era precisamente la persona física quien controlaba materialmente la empresa; en la jurisprudencia, el ATC 355/1991, de 29 de octubre, niega la identidad de sujeto en un caso en el que se sancionó, en atención a la normativa laboral, a la empresa como persona jurídica y además se condenó penalmente al representante legal de la misma.

doctrina procesalista ha abandonado la primera corriente por entender que a los efectos de apreciar la concurrencia de *bis in idem* la calificación jurídica es irrelevante, pues lo que debe analizarse es un hecho, no un crimen⁸⁵. La perspectiva naturalista hace referencia a que el hecho debe valorarse atendiendo al suceso de la vida real que ha dado lugar a las sanciones; por su parte, la perspectiva normativa adoptada por la doctrina mayoritaria, valora el suceso real en atención a las partes del suceso que son relevantes para configurar la infracción administrativa y el delito respectivo, es decir, se valoran los hechos desde la perspectiva de la disposiciones que recogen las concretas infracciones; sin embargo, como apunta *DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO*, el análisis comparativo no debe recaer sobre el contenido de las normas, sino sobre los elementos fácticos del suceso natural, pero sin tomar en consideración los hechos que sean irrelevantes para integrar cada una de las infracciones sancionadas⁸⁶.

c) La *identidad de fundamento* ha sido identificada con el interés o bien jurídico protegido por la norma infringida. Al respecto, si bien el TC no ha establecido un concepto genérico de fundamento, lo cierto es que sí ha intentado determinar cuándo estamos frente a un fundamento idéntico o distinto, para lo cual alude a la perspectiva de la defensa social, a la idea del interés protegido o a la del bien jurídico protegido⁸⁷; sin embargo, hay quienes como *PÉREZ MANZANO* entienden que el fundamento ha de identificarse con la *ratio legis* concreta que sustenta la aplicación de la norma, no bastando, entonces, la referencia abstracta a la finalidad protectora de los distintos ordenamientos jurídicos. Desde esta perspectiva, pues, hay que atender al concreto bien jurídico protegido y al modo de afectación, para lo cual es determinante el análisis de todos los elementos integradores de la infracción⁸⁸. Por su parte, *CORCOY/GALLEGO* sugieren que el análisis de la identidad de fundamento debe partir de la distinción entre

⁸⁵ Así, GÓMEZ COLOMER, en: Montero y otros, Derecho jurisdiccional III, 1998, 95 ss; así tb., niega que la identidad de hecho deba descansar sobre criterios naturalistas, PÉREZ MANZANO, La prohibición constitucional de incurrir en bis in idem, 2002, 101; DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO, Ne bis in idem material y procesal, 2004, 16.

⁸⁶ DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO, Ne bis in idem material y procesal, 2004, 17.

⁸⁷ Cfr. al respecto, BERDUGO GÓMEZ DE LA TORRE/ARROYO ZAPATERO/FERRÉ OLIVÉ/SERRANO PIEDECASAS, Lecciones de Derecho Penal, 1996, 45; PÉREZ MANZANO, La prohibición constitucional de incurrir en bis in idem, 2002, 116 ss; DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO, Ne bis in idem material y procesal, 2004, 19.

⁸⁸ PÉREZ MANZANO, La prohibición constitucional de incurrir en bis in idem, 2002, 118 ss; asume este planteamiento, DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO, Ne bis in idem material y procesal, 2004, 19.

bien jurídico y bien jurídico-penal⁸⁹. A nuestro juicio, para comprobar la identidad de fundamento lo determinante será –como sugiere *DÍAZ Y GARCIA CONLLEDO*– constatar si la sanción penal abarca también todo el contenido de ilicitud de la infracción administrativa, en cuyo caso habría identidad de fundamento⁹⁰, o sea materialmente habrá un *idem* si es idéntico todo el desvalor del hecho, es decir desvalor de acción y desvalor del resultado, de ambas infracciones, pero no si cada una tiene diferente desvalor de acción o de resultado no abarcado por la otra.

Pues bien, una vez expuesto *grosso modo* el contenido, alcance y presupuestos de aplicación del principio *non bis in idem*, pasaremos a analizar la aplicabilidad del mismo en el ámbito de las operaciones de iniciados, donde –como hemos anticipado– puede haber casos en que exista duplicidad sancionadora, penal y administrativa, por el uso o suministro de información privilegiada bursátil.

6. *La duplicidad sancionadora en el ámbito concreto del insider trading*

Como hemos anticipado, en el ámbito específico de las operaciones de iniciados la doctrina también ha planteado la eventual vulneración del principio *non bis in idem* en aquellos casos en los que además de la sanción penal se impone una sanción administrativa con arreglo a la LMV. En este sentido, un amplio sector doctrinal ha sugerido que para resolver la cuestión habrá que atender al fundamento de ambas sanciones, penal y administrativa, por lo que si éste resulta ser distinto, entonces no sería de aplicación del *ne bis in idem*⁹¹.

⁸⁹ Cfr. CORCOY BIDASOLO/GALLEGO SOLER, APen (8), 2000, 168.

⁹⁰ DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO, *Ne bis in idem* material y procesal, 2004, 20.

⁹¹ En este sentido, SÁNCHEZ CALERO, PJ, 1998, 263; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 190; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 164 ss; PUENTE ABA/PERNAS GARCÍA, El abuso de la información privilegiada, 2004, 365; antes de la incriminación penal del delito de iniciados, ARROYO ZAPATERO, El abuso de información privilegiada, 1994, 69, sostenía que la duplicidad sancionadora del uso de información privilegiada en los ámbitos penal y administrativo, no vulneraba el *ne bis in idem* por cuanto que –a su juicio– el uso de información privilegiada bursátil en ambos ordenamientos protege bienes jurídicos distintos y autónomos; sin embargo, hay que tomar en cuenta que el citado autor se refería a la infracción administrativa del *insider trading* y a la aplicación de tipos penales tradicionales, v. gr., las falsedades, revelación de secretos, estafa o las maquinaciones para alterar el precio de las cosas; así tb., BAUCCELLS LLADÓS, en: Córdoba Roda/García Arán (dirs.), Comentarios, 2004, 1060.

Sin embargo, para valorar esta cuestión habrá que tener en cuenta el derecho positivo que, en principio, parece admitir la duplicidad sancionadora. Así, el art. 96 LMV deja abierta la posibilidad de imponer sanciones administrativas una vez que hubiera recaído sentencia firme en el orden penal⁹², aunque bien es cierto que el ejercicio de la potestad sancionadora en el mercado de valores está subordinado al proceso penal, de manera que las autoridades administrativas deben remitir el expediente sancionador al juez penal cuando se estime que los hechos pueden ser constitutivos de delito. En cualquier caso, es evidente que si bien la LMV supedita el ejercicio de la actividad sancionadora a la jurisdicción penal, no es menos cierto que el art. 96 LMV deja abierta la posibilidad de una doble sanción cuando un mismo hecho puede subsumirse en la norma administrativa y penal, por lo que autores como *GÓMEZ INIESTA* sugieren que tales supuestos deben resolverse con arreglo al **concurso de leyes** o el **concurso ideal** entre el delito y la infracción administrativa, para lo cual habrá que determinar –en el primer caso– cuál de los preceptos abarca el contenido total del injusto y, cuando esto no fuera posible, cabría la aplicación de un concurso ideal entre las infracciones, pues de esta manera se abarcaría todo el desvalor del hecho⁹³.

A juicio de *JERICÓ* lo esencial para resolver esta cuestión es delimitar el bien jurídico protegido en ambos preceptos, por lo que si atendemos a una distinción cualitativa habrá

⁹² Cfr. *GÓMEZ INIESTA*, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 445; LL, 1999, 3957; Memoria de la CNMV, 1999, 87; *PÉREZ MANZANO*, La prohibición constitucional de incurrir en *bis in idem*, 2002, 18; *FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY*, EPCr, 2003, 165, 166; en este sentido, antes de la incriminación penal del *insider trading*, *SERRANO GÓMEZ*, APen (2), 1993, 394, sostenía que habría una vulneración del principio *non bis in idem* si el uso de información privilegiado fuese castigado administrativamente después de haberse aplicado la sanción penal, cosa que no ocurre –a su juicio– cuando en el ámbito penal se aplican otros tipos delictivos, v. gr., el alzamiento de bienes, estafa, delito fiscal, etc; con relación al delito de iniciados en el Derecho francés, *GIUDICELLI-DELAGE*, El delito de iniciados, 1995, 407, señala que el Consejo Constitucional ha admitido la duplicidad sancionadora del *insider trading*, sin que ello implique vulneración del *ne bis in idem*, aunque se exige que haya proporcionalidad entre la sanción impuesta y la conducta prohibida.

⁹³ *GÓMEZ INIESTA*, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 445 ss; LL, 1999, 3957; así tb., en términos generales, *BUSTOS RAMÍREZ/HORMAZÁBAL MALAREE*, en: LH- Cobo del Rosal, Principio de legalidad y “*ne bis in idem*”, 2005, 167, entienden que cuando se presenta un caso que puede ser constitutivo de infracción penal y administrativa, hay en el fondo un concurso aparente de leyes que debe ser resuelto, y que si se resuelve a favor de la infracción penal se estaría aplicando el principio de consunción, pues –a su juicio– en mayor contenido de antijuridicidad de la infracción penal consume a la infracción administrativa; en contra de la aplicación del concurso de leyes, *JERICÓ OJER*, Utilización de información privilegiada, 2002, 191, quien pese a que considera correcta dicha solución desde una perspectiva material, entiende que desde el punto de vista formal tal solución no es viable, por cuanto el art. 8 CP se refiere a hechos “susceptibles de ser calificados con arreglo a dos o más preceptos de este código” y, en materia de *insider trading*, una sanción viene determinada por el ordenamiento administrativo y la otra por el CP.

que concluir que la doble sanción no vulnera el principio *non bis in idem*, pero si la diferencia entre la infracción penal y administrativa descansa sobre criterios cuantitativos, entonces sí que habría de admitirse la vigencia del *ne bis in idem*. En tal sentido, la autora emite sus conclusiones partiendo de la afirmación de que tanto la regulación penal como la administrativa protegen el mismo bien jurídico, esto es, la confianza del inversor en el correcto funcionamiento en el sistema bursátil, razón por la cual se estaría vulnerando el *non bis in idem* cuando las operaciones con información privilegiada fueran subsumidas en el tipo básico del art. 285.1 CP y en la infracción administrativa de la LMV; no obstante, admite la duplicidad sancionadora –sin vulneración del principio aludido– cuando el *insider trading* deba ser castigado a través del subtipo agravado del art. 285.2 CP, ya que –en su opinión– en estos casos no sólo se lesiona el concreto bien jurídico de la confianza, sino que también se lesiona o pone en peligro la estructura económica de todo el sistema en su conjunto⁹⁴.

Por otro lado, aunque –como hemos visto– la vertiente procesal del *ne bi in idem* implica la subordinación del proceso administrativo sancionador respecto de la jurisdicción penal, lo cierto es que en materia bursátil la experiencia demuestra que la Administración continúa hasta el final con la tramitación del expediente sancionador ya iniciado, imponiendo en su caso la correspondiente sanción. Esta práctica ha traído como consecuencia que el fundamento jurídico invocado por las personas o entidades sancionadas por la CMNV versara en la infracción del principio *non bis in idem*, precisamente porque el órgano administrativo decidía resolver el expediente sancionador e imponer la sanciones, estando todavía pendiente el proceso penal, razón por la cual las resoluciones estimatorias de los recursos contencioso-administrativos ordenaban retrotraer las actuaciones al momento inmediatamente anterior a la imposición de la sanción y esperar a que recayera resolución judicial firme⁹⁵.

⁹⁴ JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 192; en parecidos términos, FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 166; PUENTE ABA/PERNAS GARCÍA, El abuso de la información privilegiada, 2004, 367.

⁹⁵ Cfr. al respecto, la Memoria de la CNMV, 1999, 87; en la jurisprudencia contencioso-administrativa, STS de 6 de octubre de 1993; STS de 17 de noviembre de 1998 (RJ 10436\98); STS de 12 de marzo de 1999 (RJ 3729\99); STS de 13 de mayo de 1999 (RJ 4496\99); STS de 20 de mayo de 1999 (RJ 4158\99); STS de 10 de febrero de 2004.

Esta particular y anómala forma de operar se traduce en dos estrategias de defensa por parte de los sujetos sometidos al procedimiento sancionador, a saber: a) o bien alegar antes los tribunales contencioso-administrativos la vulneración del principio *non bis in idem* o, b) no interponer recurso alguno frente a la resolución administrativa e invocar la infracción del referido principio en el orden penal, habida cuenta de que el sujeto ya ha sufrido una sanción en el procedimiento administrativo. Frente a esto último, algunos tribunales han optado (en los casos en que se acredita la existencia de delito) por la imposición de la pena, si bien descontando de su cuantía la de la sanción administrativa impuesta⁹⁶. Con esta forma de resolver la indebida actuación de la Administración se intenta –como sugieren *FERRADIS/MARTÍNEZ GARAY*– paliar los efectos del *ne bis in idem* material; sin embargo, se deja sin efecto la vertiente procesal del principio para evitar que la indebida actuación de la Administración impida el ejercicio de la potestad punitiva en el orden penal⁹⁷.

La solución antes planteada ha sido rechazada por el TC en su conocida sentencia 177/1999, de 11 de octubre, en la cual sostiene que, una vez impuesta una sanción, sea penal o administrativa, no cabe –sin vulnerar el derecho fundamental del ciudadano a no ser condenado dos veces por los mismos hechos– imponer otra, lo que se tradujo en la imposibilidad de que la jurisdicción penal impusiera la pena respectiva por el delito contra el medio ambiente, legitimando así la actuación de la Administración y dejando en sus manos la determinación de cuándo una conducta merece sólo una sanción administrativa o cuándo es digna de sanción penal. No obstante, la sentencia aludida ha sido objeto de numerosas –y pertinentes– críticas, ya que supone invertir el orden de prelación establecido en la ley en cuanto a la prevalencia de la jurisdicción penal sobre el procedimiento administrativo accionador⁹⁸.

⁹⁶ Así, la SAP de Castellón, de 4 de noviembre de 1992; Auto AP de Castellón, de 5 de marzo de 1996; SAP de Santa Cruz de Tenerife, de 27 de junio de 1997; por su parte, la STC núm. 152/2001, de 2 de julio, rechazó el amparo –pese a la evidente infracción de la vertiente procesal del *ne bis in idem*– en un supuesto en el que existió simultáneamente un procedimiento administrativo sancionador y un proceso penal por los mismos hechos. En este caso, el afectado pretendía utilizar como estrategia de defensa la invocación de la sanción administrativa ante la jurisdicción penal; sin embargo, como hemos anticipado, aunque el TC reconoció que se había vulnerado la vertiente procesal del *ne bis in idem*, negó el amparo por falta de un requisito formal en la interposición del recurso, esto es, que el afectado debía agotar todos los recursos utilizables dentro de la vía judicial (art. 44.1 a) c) LO Tribunal Constitucional).

⁹⁷ *FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY*, EPCr, 2003, 164 n. 129.

⁹⁸ En el ámbito concreto de las operaciones de iniciados, ENTRENA CUESTA, El empleo de información privilegiada, 2006, 363, sostiene que si el Ministro de Economía impusiera la sanción administrativa por

Volviendo al tema de la duplicidad sancionadora en materia de *insider trading*, por imperativo del art. 96 LMV, conviene distinguir dos situaciones, a saber: a) que el sujeto haya sido absuelto en el proceso penal y que luego la Administración inicie el procedimiento administrativo e imponga la sanción respectiva o, b) que el sujeto sea condenado por el delito de iniciados del art. 285 CP y que posteriormente la Administración imponga una sanción administrativa por el mismo hecho. A nuestro juicio, en el primer caso no es posible afirmar la infracción de la vertiente procesal del *ne bis in idem*, ya que resulta evidente la prevalencia de la jurisdicción penal sobre el procedimiento administrativo, el que dicho sea de paso tendrá que respetar los hechos probados en sede penal; en el segundo caso, sin embargo, no está del todo claro que la duplicidad sancionadora sea conciliable con la vertiente material del *ne bis in idem*. A esta segunda cuestión habría que responder afirmativamente si, pese a la existencia de la triple identidad y en consonancia con la línea jurisprudencial del TC, se admite que tanto el tipo penal como la infracción administrativa protegen el mismo bien jurídico y que el sujeto no ostenta una relación de sujeción especial con la Administración⁹⁹.

insider trading antes que la jurisdicción penal, ésta debería abstenerse de dictar sentencia condenatoria, pues el fundamento jurídico de la infracción administrativa y el delito de uso de información privilegiada es el mismo; en el plano general, BUSTOS RAMÍREZ/HORMAZÁBAL MALAREE, en: LH- Cobo del Rosal, Principio de legalidad y “*ne bis in idem*”, 2005, 170, entienden que el verdadero alcance del *ne bis in idem* procesal se manifiesta de la siguiente manera: si uno de los procesos (bien penal o administrativo) ha llegado a su término, cualquiera que sea el resultado, se cierra la posibilidad de abrir otro.

⁹⁹ A juicio de GÓMEZ INIESTA, LL, 1999, 3959, cuando el ejercicio de la jurisdicción penal concluyese con una sentencia de condena por delito de iniciados, ya no sería posible la aplicación de la sanción administrativa, pues –a su juicio- atendiendo al régimen de sujeción especial *strictu sensu* de los sujetos supervisados en la LMV “resulta ilógico y erróneo insistir en someter a todos los sujetos que intervienen en el mercado de valores a un mismo régimen de sujeción”; sin embargo, parece que el autor sí admite la duplicidad sancionadora, penal y administrativa, en aquellos casos en los que la relación de sujeción con la Administración es sólo indirecta, v. gr., casos en los que un sujeto interviene en el mercado de valores de forma esporádica, no permanente; por su parte, FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, EPCr, 2003, 166, 167, en el ámbito del *insider trading* no es posible la duplicidad sancionadora, penal y administrativa, por un mismo hecho, y esto por mucho que se alegare que el sujeto sancionado ostenta una relación de sujeción especial con la Administración reguladora de este concreto sector del mercado de valores. La misma solución plantean para aquellos casos en los que el sujeto activo es un funcionario público o autoridad, pues –a su juicio- la aplicación del **concurso ideal** de delitos entre el *insider trading* y el uso de información privilegiada por funcionario (art. 442 CP) engloba ya todo el desvalor del hecho, por lo que la aplicación posterior de una sanción administrativa infringiría nuevamente el principio *ne bis in idem*. En conclusión, los autores niegan la posibilidad de aplicar sanciones administrativas por el mismo hecho cuando hubiese recaído ya una condena penal, aunque admiten que tal solución podría ser criticada porque en muchos casos la sanción administrativa sería incluso más adecuada político-criminalmente que la propia sanción penal; PUENTE ABA/PERNAS GARCÍA, El abuso de la información privilegiada, 2004, 370, entienden que sólo cuando los tribunales penales no impongan sanción alguna por *insider trading*, entonces sí que podrán hacerlo las autoridades administrativas; desde una perspectiva general, TERRADILLOS BASOCO, Empresa y Derecho Penal, 2001, 132, sostiene que uno de los efectos del

7. Toma de postura

El art. 96 LMV permite la concurrencia de sanciones penales y administrativas por uso o suministro de información privilegiada, es decir que, la duplicidad sancionadora es *de lege lata* perfectamente posible, pues una vez que el órgano jurisdiccional penal se ha pronunciado sobre la existencia del delito, la CNMV podría iniciar o continuar (en caso de que lo hubiera iniciado) el procedimiento administrativo sancionador que podría culminar con la imposición de una sanción administrativa. Ahora bien, la cuestión a determinar es la de si con la aplicación de esta previsión legal no estaría infringiéndose el principio *non bis idem*. A nuestro juicio, si la norma penal y administrativa se aplica a un supuesto en el que concurre la triple identidad: de sujetos, de hecho y de fundamento, sí que cabría afirmar la vulneración del principio *non bis in idem*, sin que sea admisible la posición de quienes defienden que la norma penal y administrativa protegen bienes jurídicos heterogéneos, pues ambas disposiciones están orientadas a la protección del mismo bien jurídico, esto es, la igualdad en el riesgo de todos los inversores (bien jurídico inmediato) y el correcto funcionamiento del mercado de valores como *ratio legis*¹⁰⁰.

Contrariamente, si la duplicidad sancionadora recae sobre un funcionario de la CNMV no sería admisible la infracción del *non bis in idem*, por tratarse de un sujeto que ostenta una relación de sujeción especial respecto de la Administración.

principio *non bis in idem* es precisamente que si la jurisdicción penal estima la existencia de un delito o falta, no cabe una posterior sanción administrativa por el mismo hecho.

¹⁰⁰ En este sentido, PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 316, sostiene que tanto la regulación penal como la administrativa del insider trading protegen el mismo bien jurídico; así tb., ENTRENA RUIZ, *El empleo de información privilegiada*, 2006, 355, 360, defiende expresamente que el bien jurídico protegido en la infracción administrativa es idéntico al bien jurídico protegido en el art. 285 CP.

CONCLUSIONES GENERALES

Nuestras consideraciones en torno a las distintas cuestiones problemáticas que se derivan de la exégesis del art. 285 CP ya han sido enunciadas al final de cada sección o epígrafe, razón por la cual nos limitaremos a resumirlas brevemente en este apartado dedicado a las conclusiones generales.

I

El uso de información privilegiada, conocido en el ámbito bursátil como *insider trading*, *insider dealing* u *operaciones de iniciados* –según denominación norteamericana, británica y francesa respectivamente– es un fenómeno que, aunque en la actualidad se asocia casi exclusivamente a los mercados de valores, lo cierto es que también tiene una incidencia sustancial en el campo de la función pública, por lo que, consciente de esta realidad, el legislador español ha optado desde hace algún tiempo por la incriminación penal del uso de información privilegiada tanto en el ámbito bursátil (art. 285 CP) como en el de la Administración pública (art. 442 CP). Sin embargo, entendemos que la norma penal por uso de información privilegiada, contenida en el art. 368 LO 9/1991, de 22 de marzo, no abarcaba las prácticas de iniciados en el mercado de valores, sino sólo el tráfico de información privilegiada en la función pública, ya que –entre otras razones– los bienes jurídicos que se protegen en ambas esferas son completamente heterogéneos. Con todo, la regulación española del *insider trading* es relativamente reciente, si tomamos en cuenta que la primera manifestación normativa de las prácticas de iniciados se produjo en la primera mitad del siglo XX, con la aprobación, en los Estados Unidos de Norteamérica, de sendas leyes de valores que tenían como finalidad esencial evitar ciertas prácticas fraudulentas.

II

Consideramos que los argumentos a favor de la desregulación de las operaciones de iniciados no son convincentes. Así, la consideración del *insider trading* como delito sin víctima (por ausencia de reales perjudicados) carece de toda lógica, ya que resulta evidente que si un iniciado **vende** títulos valores a sabiendas de la inminente caída de

sus cotizaciones, provocará un perjuicio en el patrimonio del inversor comprador, por lo que –a nuestro juicio– las operaciones con información privilegiada sí que pueden ocasionar perjuicios económicos. Por otro lado, el argumento relativo a la eficacia informativa que el *insider trading* genera en el mercado, al colocar los precios a su nivel real, no toma en consideración que, por mucho que un iniciado trafique con información privilegiada, una operación de escasa entidad podría tener poca o ninguna relevancia en las cotizaciones, por lo que el mecanismo para lograr la eficacia informativa exige la publicación de los hechos relevantes. Por último, la afirmación de que el uso de información privilegiada supone un mecanismo de compensación para los empleados de la sociedad emisora no tiene en cuenta que el éxito de la empresa es producto del esfuerzo colectivo de los trabajadores, no siendo posible por tanto atribuir un derecho a traficar con información privilegiada a un sujeto en particular.

A nuestro juicio, el *insider trading* provoca un efecto negativo en el principio de divulgación inmediata de informaciones relevantes para las cotizaciones, habida cuenta de que el iniciado hará todo lo posible para retrasar la divulgación de la información, pues el desconocimiento del hecho relevante por el resto de inversores es precisamente un elemento consustancial de las operaciones con información privilegiada.

III

El análisis de los distintos argumentos a favor y en contra de la (des) regulación penal y/o administrativa de las operaciones de iniciados nos conduce a defender la necesidad de una doble regulación, penal y administrativa, del *insider trading*, pues –de esta forma– se logra articular una mayor protección al mercado de valores como parte esencial del sistema económico. Así pues, las normas administrativas tendrán mayor incidencia sobre las conductas de menor gravedad o, si se prefiere, sobre aquellas prácticas que, aunque no toleradas socialmente, no llegan a producir una lesión o puesta en peligro penalmente relevante del bien jurídico colectivo, sino que sólo perturban el normal funcionamiento bursátil por medio de contravenciones al ordenamiento jurídico; por su parte, las normas penales están reservadas a cumplir otra función, esto es, la protección de **bienes jurídico-penales** esenciales para el desarrollo de la vida del individuo y la sociedad, de manera que –aunque tanto la infracción penal como la administrativa tengan la misma finalidad respecto de las operaciones de iniciados– sólo

se podrá recurrir a la norma penal cuando el uso o suministro de información privilegiada afecte gravemente el bien jurídico protegido. En este sentido, creemos que la incriminación penal del *insider trading* no tiene un tinte moralizante, ni supone –como veremos– una manifestación de la función meramente simbólica o retórica de las normas penales, antes al contrario, el art. 285 CP está llamado a proteger un auténtico bien jurídico-penal de naturaleza colectiva.

IV

En conexión con lo anterior, hay que negar que la incriminación penal de las operaciones de iniciados sea una manifestación de la función exclusivamente simbólica o retórica del Derecho penal, sino que se trata de una norma penal que protege un auténtico bien jurídico-penal de naturaleza colectiva, esencial para el sistema económico. Como hemos apuntado, la escasa aplicación de la norma penal no implica que ésta cumpla sólo una función retórica, sino que la falta de aplicación del *insider trading* podría deberse –entre otras razones– a la compleja estructura típica de la norma o la falta de medios técnicos adecuados para detectar las prácticas de iniciados.

V

En cuanto al bien jurídico protegido en el delito de iniciados debemos hacer las siguientes consideraciones:

a) El art.285 CP no protege los intereses patrimoniales de la sociedad en la que el iniciado presta sus servicios, pues los perjuicios que el iniciado pueda ocasionar a la empresa encuentran coto a través de los delitos societarios o, en la jurisdicción civil, por incumplimiento contractual. La tesis contraria, esto es, que la información privilegiada pertenece a la sociedad, conduciría a admitir que las sociedades emisora de títulos sí que están legitimadas para realizar operaciones con dicha información, lo cual es insostenible, ya que el art. 285 CP protege un interés supraindividual o colectivo, ajeno a los intereses societarios.

b) Por otro lado, en cuanto a la tesis que defiende la protección del patrimonio de los inversores es necesario hacer algunas matizaciones. Así, en primer lugar, no cabe duda

que una operación de venta de valores cuya caída de precios es inminente sí que ocasiona un auténtico perjuicio patrimonial al inversor que adquiere dichos títulos; la cuestión es más dudosa en las operaciones en que el inversor vende sus títulos valores, desconociendo el hecho relevante que incidirá positivamente en sus cotizaciones, ya que en este supuesto nos encontramos ante la defraudación de una expectativa. En definitiva, pues, el inversor sí que puede sufrir perjuicios patrimoniales cuando contrata con un iniciado, sin que tenga cabida el argumento de la inexistencia de nexo de causalidad entre la operación y el perjuicio económico, pues no hay margen de duda que, aplicando la *conditio sine qua non*, existe relación de causalidad entre el perjuicio económico y la orden de venta. El recurso a la causalidad hipotética, alegando que el inversor hubiera actuado de la misma forma con independencia de la orden del iniciado, es –como hemos apuntado– inconsistente. Sin embargo, pese a que admitimos los eventuales perjuicios que el inversor puede sufrir con ocasión del *insider trading*, entendemos que el art. 285 CP no está articulado como un delito patrimonial, sino como un auténtico delito económico que protege un bien jurídico colectivo, por lo que la vía para castigar los perjuicios patrimoniales sufridos por algún inversor será la aplicación de los delitos contra el patrimonio, v. gr., estafa, apropiación indebida, falsedades, etc.

c) En cuanto a la defensa de la igualdad de oportunidades como objeto de protección, en su faceta de igualdad en el acceso a la información, tampoco es un criterio defendible, ya que la desigualdad informativa es consustancial al sistema bursátil, es decir que siempre habrá sujetos que acceden primero a la información que el resto de inversores. Bien es cierto que las Directivas comunitarias aluden expresamente a que la regulación de las operaciones de iniciados tiene como finalidad esencial procurar la igualdad de oportunidades que deben tener todos los inversores que concurren a la plaza bursátil. A nuestro juicio, la igualdad de oportunidades pone en el camino correcto la labor de concreción del objeto de protección; sin embargo, este principio no puede ser analizado desde la perspectiva de la igualdad en el acceso a la información, sino desde la óptica de la **igualdad en el riesgo** que supone la actividad bursátil, dicho de otra forma: todos los inversores deben tener igualdad de armas para negociar en el mercado de valores; y esto se traduce en la necesidad de que todos tengan las mismas posibilidades materiales (disponibilidad de información, hechos relevantes y, en general, conocimiento de cualquier suceso con relevancia bursátil), para participar en igualdad de condiciones en el mercado de valores, que es por naturaleza un mercado de riesgo.

d) La confianza del inversor en el correcto funcionamiento del mercado de valores no es un criterio lo suficientemente concreto como para elevarse a la categoría de bien jurídico protegido, pues aunque la confianza del inversor en la transparencia del sistema bursátil es determinante para que la Bolsa cumpla la función económica que tiene asignada, lo cierto es que un tal criterio conduciría al absurdo de admitir que el delito de iniciados sólo sería punible cuando los inversores tuvieran noticia de la concurrencia de tales prácticas, lo cual es inadmisibile desde la perspectiva de la protección global del mercado de valores.

e) El criterio del correcto funcionamiento del mercado de valores carece así mismo de la concreción deseable para delimitar el objeto de protección en el delito de iniciados, ya que el normal funcionamiento del mercado de valores puede verse distorsionado por un sin número de conductas que pueden estar asociadas o no al uso o suministro de información privilegiada. Además, al igual que la confianza, este criterio carece de autonomía, pues se define a partir de la conjunción de otros elementos igualmente imprecisos, v. gr., la confianza, transparencia o libertad de participación, por lo que de la idea del correcto funcionamiento del mercado de valores no es posible extraer un contenido claro de lesividad. En consecuencia, el correcto funcionamiento del mercado sólo podrá identificarse con la *ratio legis* o motivos que llevan al legislador a incriminar determinadas conductas; se trata, por tanto, de un elemento que forma parte del discurso político-criminal invocado para intervenir penalmente en este concreto sector económico, lo que –a juicio de un sector- se denomina *lesividad abstracta*. Pues bien, el correcto funcionamiento del mercado sólo puede identificarse con el denominado bien jurídico mediato, entendido como la *ratio legis* de la criminalización de las operaciones de iniciados.

f) Las anteriores observaciones también son aplicables al criterio del “orden económico o socio-económico” como posible bien jurídico protegido, pues aunque no cabe duda que el mercado de valores forma parte del sistema económico en su conjunto, y pese a que el *insider trading* está ubicado sistemáticamente dentro de los delitos contra el orden socio-económicos, este criterio no reviste la suficiente concreción como para ser tenido en cuenta en la labor exegética del art. 285 CP, sino que su función esencial es servir como criterio de agrupación sistemática de aquellos delitos que si bien afectan

mediatamente el orden económico, inciden sobre un sector concreto del mismo, en nuestro caso en el concreto ámbito del mercado de valores.

VI

En cuanto a los sujetos activos del delito de iniciados, el legislador penal ha restringido acertadamente el círculo de sujetos de la prohibición mediante el establecimiento de un delito especial propio, dejando en manos del Derecho administrativo el castigo de las infracciones realizadas por cualquier persona que participe en el mercado de valores. En este sentido, pues, la autoría exige que el sujeto tenga acceso reservado a la información por razón de su actividad profesional o empresarial, lo que deja abierta la posibilidad de que autor en sentido escrito lo sean no sólo los iniciados societarios, también denominados *internal insiders* o iniciados primarios, sino también los llamados *external insiders*, es decir, aquellos que tienen relaciones laborales *ad hoc* con la empresa, como es el caso de los abogados o auditores. A la cuestión del por qué el legislador español restringe el círculo de sujetos de la prohibición, si la lesión al bien jurídico protegido puede ser ocasionada por cualquier sujeto que utilice una información privilegiada, habría que responder que no todos los participantes en el mercado tienen la misma posibilidad de acceder a hechos relevantes para las cotizaciones y, consecuentemente, no todos pueden convertirse en potenciales iniciados. De esta forma, pues, habría que afirmar que el **fundamento material** para el castigo de un determinado círculo de sujetos descansa, en primer lugar, en el privilegio informativo del que gozan los iniciados cuando acceden a la información por razón de su actividad profesional o empresarial y, en segundo lugar, en que dicho privilegio informativo les impone sendos deberes de sigilo y abstención, deberes que no pueden imponerse a quien, por ejemplo, accede al conocimiento privilegiado de forma casual.

VII

El delito de iniciados no está configurado como un delito de infracción de deber, ya que la tipicidad del uso de información privilegiada no depende de la simple infracción de un deber extrapenal o incluso penal derivado del art. 285 CP, sino que el castigo del *insider trading* está sujeto a ejecución objetiva y positiva de las conductas incriminadas, esto es, la realización de operaciones con información privilegiada o el suministro de dicha

información mediante conductas activas u omisivas, no siendo determinante, por tanto, para la autoría la infracción de un deber específico. La clasificación del delito de iniciados como *Pflichtdelikt* sólo sería posible si la formulación del art. 285 CP fuese tan amplia que para la autoría bastara con la simple infracción de un deber extrapenal concreto, con independencia de la conducta realizada por el sujeto, lo cual no es el caso del delito de iniciados del art. 285 CP.

VIII

El sujeto pasivo del *insider trading* es la colectividad difusa de inversores y no los concretos sujetos particulares eventualmente perjudicados en su patrimonio individual, quienes sí podría entablar las acciones legales pertinentes tanto en la vía civil como en la penal, siendo posible –en este último caso– la imputación de un delito de estafa cuando el iniciado ha vendido títulos valores, a sabiendas de que sufrirían una inminente caída en la cotización. Así las cosas, el inversor individual no tiene facultad para consentir la realización de operaciones con información privilegiada y, por otro lado, tampoco se requiere su denuncia para ejercer la acción penal, pues el delito afecta a los “intereses generales” (art. 287.2 CP).

IX

El objeto material del delito de iniciados, esto es, la información relevante para las cotizaciones a que se refiere el art. 285 CP es el núcleo esencial de esta compleja figura delictiva, por lo que –para cumplir con las exigencias del principio de legalidad– habrá que realizar una interpretación restrictiva de dicho concepto y valorar su contenido y límites de aplicación. Así, en primer lugar, hay que decir que el concepto de “información relevante” utilizado en la descripción típica del art. 285 CP no es incompatible con la utilización del concepto de información privilegiada a que se refiere la LMV, ya que este último acoge, entre otros requisitos, el carácter relevante de la información para influir en el curso de las cotizaciones. Así pues, la coexistencia de los conceptos de “información relevante” e “información privilegiada” en la LMV no supone la aplicación de uno con exclusión del otro, sino que son conceptos complementarios para la adecuada labor exegética del objeto material del *insider trading*.

Por otro lado, el carácter concreto de la información es un criterio determinante para excluir del objeto material los simples rumores, las noticias sobre hechos futuros e inciertos o las informaciones generales del mercado que no afecten directamente a los valores a los que la información se refiere. Con relación a la exigencia de que la información no sea pública, privilegiada por tanto, debe interpretarse que la publicidad se alcanza desde el momento en que la información se pone a disposición del mercado a través de medios informativos oficiales, siempre que, además, hubiera transcurrido un periodo prudencial de tiempo entre la publicación y el conocimiento de los datos por el público, con independencia del número de personas que efectivamente conozcan el hecho relevante. En cuanto al requisito de la “idoneidad” (o relevancia) de la información para influir en el curso de las cotizaciones consideramos que su concreción requiere de la aplicación de un **criterio objetivo-subjetivo**, pues –por un lado– no es posible negar que la información es idónea o relevante cuando incida objetivamente (o tenga capacidad de influir) en el precio de las cotizaciones y, por otro lado, que para determinar la relevancia de la información habrá que tener en cuenta el criterio del inversor razonable, habida cuenta de que es el único elemento presente en la LMV.

Por último, consideramos plenamente adecuado el establecimiento de una tarifa porcentual fija (del 5 o 10% respecto de la variación del precio base de los títulos) para determinar el umbral de relevancia de la información, pues nos parece un criterio que abona a la seguridad jurídica y goza de mayor concreción; por su parte, el establecimiento de un catálogo de hechos relevantes tendría el inconveniente de que, al constituir un *numerus clausus*, la evolución de los sistemas bursátiles generaría nuevos hechos relevantes que no estarían abarcados por la norma, razón por la cual un catálogo de hechos relevantes sólo podría tener una función auxiliar en la labor interpretativa del objeto material del *insider trading*.

Finalmente, hemos de advertir que el concepto de información privilegiada establecido para el ámbito de la función pública (art. 442 CP) no es aplicable a la interpretación del objeto material del delito de iniciados, ya que el concepto de información privilegiada del art. 442 CP tiene un radio de aplicación más amplio que el del art. 285 CP, pues caben todo tipo de informaciones (v. gr., urbanísticas) utilizadas por el funcionario para obtener ventajas económicas. Pero, además, el concepto del art. 442 CP se conforma con

que la información haya sido notificada para dejar de ser privilegiada, lo cual dejaría al iniciado un amplio margen de actuación pese a que la información no hubiese sido ampliamente difundida por los medios de comunicación oficiales.

X

El tipo del *insider trading* está estructurado como un delito de resultado lesivo y no como un delito de peligro (abstracto o concreto), pues en su descripción típica se exige la efectiva lesión de un bien jurídico colectivo y la obtención de un beneficio o la causación de un perjuicio como resultado típico que debe ser abarcado por el dolo del sujeto y que determina el momento de la consumación. Por otro lado, el delito del art. 285 CP es un tipo con elementos normativos, pues cuando la norma hace referencia expresa a términos como “información relevante para las cotizaciones” o “valores o instrumentos negociados” está haciendo una clara remisión normativa a la LMV y las Directivas comunitarias para determinar el alcance de los elementos normativos del tipo.

XI

De las dos conductas típicas recogidas en el art. 285 CP, esto es, el uso o el suministro de información privilegiada, la primera es la que enfrenta los mayores problemas de interpretación, fundamentalmente en el ámbito de la omisión impropia, además de su dudosa aplicación a ciertas operaciones bursátiles con especiales características, v. gr., la realización de operaciones de compra-venta de títulos valores con información privilegiada derivada de la ejecución de un examen con la diligencia debida (*Due-Diligence-Prüfung*). En principio, hay que decir que nos parece coherente la incriminación penal del uso y el suministro de información privilegiada, pues con ambas conductas se lesiona el bien jurídico colectivo y, además, se restringe la aplicación de la norma a las conductas más graves, dejando fuera la simple recomendación basada en información privilegiada. La labor de concreción de la modalidad típica del “uso”, entendida como negociación indebida, exige la remisión a la LMV para determinar qué operaciones encajan en la norma; así pues, pese a que la LMV parece circunscribir el ámbito de las operaciones a las transmisiones a título oneroso, consideramos que hay operaciones como la permuta o las donaciones que pueden entenderse abarcadas por el art. 285 CP, siendo posible por tanto la inclusión de operaciones a título lucrativo, pues –

además de ser idóneas para generar ganancias– gozan de entidad suficiente para lesionar el bien jurídico colectivo de la igualdad en el riesgo que supone la actividad bursátil. Por último, hay que excluir de la modalidad típica del uso de información privilegiada los supuestos de pignoración de títulos valores, a sabiendas de la inminente caída de su cotización, ya que en tales casos lo procedente sería la aplicación de un delito de estafa.

XII

En cuanto a la subsunción del *Front-running*, el *Scalping* o el *Due-Diligence-Prüfung* dentro de la modalidad típica del uso de información privilegiada muy brevemente decir que:

a) Al margen de su consideración legal como información privilegiada, derivada de la Directiva 2003/6/CE y del RD 1333/2005, de 11 de noviembre, consideramos que cuando un intermediario financiero se anticipa a la ejecución de la orden de su cliente y da prioridad a sus operaciones, mediante la utilización de la información de que dispone, usa –en el sentido del art. 285 CP- de una información privilegiada a la que ha tenido acceso reservado con ocasión de su actividad profesional o empresarial.

b) La conducta del Scalper no es subsumible en el delito de uso de información privilegiada del art. 285 CP, ya que la norma exige que el sujeto tenga “acceso reservado” a la información, lo que no ocurre en el Scalping, ya que el sujeto **genera** (no accede a) la información; en consecuencia, la propia finalidad de la recomendación del Scalping no constituye información privilegiada, por lo que en estos casos falta el objeto material del *insider trading*.

c) Los supuestos en que se utiliza una información privilegiada derivada de la ejecución de un examen con la diligencia debida (*Due-Diligence-Prüfung*) no constituyen *insider trading*, salvo en aquellos casos en que se realiza una adquisición adicional a la prevista originalmente, pues en tales supuestos sí que habría un nexo de causalidad entre la orden emitida y el conocimiento de la información privilegiada; por tanto, no habrá delito de iniciados cuando la adquisición de títulos se ajuste a la operación inicialmente proyectada.

XIII

En relación con la posibilidad de admitir la omisión impropia en la conducta típica del uso, consideramos que en los supuestos en los que el iniciado, basado en la información privilegiada, se abstiene de ejecutar operaciones, su conducta no es subsumible en el art. 285 CP, ya que no existe un “deber de negociar” que afecte al iniciado cuando las operaciones proyecten perjuicios patrimoniales; contrariamente, cuando el iniciado cancela o modifica la orden inicialmente emitida sí que podría incurrir en *insider trading*.

XIV

El suministro de información privilegiada lesiona, al igual que la conducta típica del uso, el bien jurídico protegido en el art. 285 CP. La punibilidad del suministro está supeditada a que el receptor de la información realice operaciones con la información que le ha sido suministrada, obteniendo un beneficio económico superior a 600.000 euros o causando un perjuicio de idéntica suma, ya que si el beneficio favorece al iniciado lo procedente sería la aplicación de la modalidad típica del uso. A nuestro juicio, el receptor *extraneus* de la información sólo puede incurrir en responsabilidad penal como cooperador necesario en la lesión del bien jurídico colectivo, no pudiendo por tanto ser autor *strictu sensu* del delito de iniciado. Además, la modalidad del suministro es compatible con la comisión por omisión cuando, por ejemplo, el iniciado encargado de custodiar una información privilegiada permite –con su inactividad– que un tercero acceda a la información o retire los obstáculos para que así sea. Por último, consideramos que el tipo del art. 285 CP contiene un tipo mixto acumulativo, de manera que si el iniciado usa y suministra la información privilegiada habría que aplicar un concurso de delitos.

XV

Con relación a la naturaleza dogmática de la cuantía del beneficio-perjuicio superior a 600.000 euros requerido en el art. 285 CP, consideramos que se trata de un resultado típico que tiene que ser abarcado por el dolo del sujeto, no siendo por tanto una condición objetiva de punibilidad. Esto es así porque, entre otras razones, no se trata de

un hecho absolutamente incierto e independiente de la acción del sujeto, sino que tal cuantía es perfectamente previsible y calculable en atención al volumen del negocio y las condiciones del mercado; por lo tanto, se trata de un resultado vinculado en relación de causalidad (e imputación objetiva) a la conducta típica.

XVI

En virtud del sistema de *numerus clausus* recogido en el art. 12 CP, el delito de iniciados exige en todo caso una conducta dolosa, siendo compatible con el dolo eventual tanto en la conducta típica del uso como en la del suministro. En este último caso, el dolo del sujeto tiene que abarcar el conocimiento de que transmite una información privilegiada y la posibilidad de que el receptor de la información ejecute operaciones bursátiles obteniendo beneficios o causando perjuicios. Pese a que el suministro imprudente de información privilegiada es conceptualmente posible, el legislador ha optado acertadamente por reservar la aplicación de la norma penal sólo a las conductas realizadas con dolo.

XVII

En cuanto al error de tipo, excluyente del dolo, consideramos que es perfectamente posible su concurrencia en el ámbito del *insider trading* cuando, por ejemplo, un sujeto –previendo la evolución del mercado y el volumen de los negocios– cree que obtendrá un beneficio económico muy inferior a la cuantía típica cuando en realidad la operación alcanza los 600.000 euros. En este caso, habría que admitir un error de tipo vencible que recaerá sobre un elemento del tipo y que, por tanto, excluye el dolo, siendo la conducta atípica por no castigarse penalmente la comisión imprudente. En cuanto al error que recaerá sobre los distintos elementos normativos (de sentido) recogidos en el art. 285 CP, v. gr., sobre el carácter relevante de la información, debe recibir el tratamiento del error de tipo; sin embargo, habría un error de subsunción, no de tipo, si, por ejemplo, el sujeto sabe que la información no es pública, pero tampoco la considera privilegiada, pues erróneamente cree que sólo es privilegiada la información que proviene de un miembro de la CNMV.

XVIII

En cuanto a las formas imperfectas de ejecución, no vemos inconvenientes para admitir el castigo de la tentativa frente a las operaciones que generen beneficios económicos inferiores a 600.000 euros o que causen perjuicios inferiores a dicha suma. Por su parte, la consumación –entendida como concepto formal– se produce cuando el sujeto obtiene un beneficio superior a 600.000 euros o causa un perjuicio de idéntica suma; sin embargo, no es preciso que el iniciado hubiese liquidado la inversión, sino que bastará con que, producto de la negociación con información privilegiada, el precio de los títulos hubiese sufrido modificaciones sustanciales; por otro lado, el momento de la consumación debe determinarse con arreglo a la revalorización de los títulos (en los casos de compra), mientras que en los supuestos de venta, con posterior caída de las cotizaciones, la consumación se presenta al momento en que se produce el perjuicio típico.

XIX

En materia de codeinfruencia, cuando el iniciado induce a un *extraneus*, quien actúa libre y dolosamente, a realizar operaciones con información privilegiada no procede la aplicación de la autoría mediata por utilización de un instrumento doloso no cualificado, ya que –entre otras razones– quien actúa libremente no es en ningún caso “instrumento” de otro, por lo que en estos supuestos lo coherente sería la aplicación de la inducción como forma de participación accesorio; no obstante, al no tener el *extraneus* la cualidad especial requerida en el tipo, la aplicación del principio de accesoriedad limitada de la participación conduciría inevitablemente a la impunidad del *infractor*. Para evitar esta injustificada laguna de punibilidad, lo procedente sería o bien aplicar la cláusula del actuar en nombre de otro del art. 31 CP, o recurrir al uso de información privilegiada por persona interpuesta, de manera que –en este último caso– el iniciado sería autor y el *extraneus* partícipe (generalmente cooperador necesario). Contrariamente, cuando es el *extraneus* quien utiliza como instrumento a un iniciado para realizar operaciones con información privilegiada la única solución posible *de lege lata* es la impunidad del *extraneus*, ya que el delito de iniciados está configurado como un delito especial propio. Por lo demás, rigen las reglas generales de la participación en los supuestos en los que el

extraneus colabora dolosamente con el iniciado para lesionar el bien jurídico protegido en el delito de iniciados.

XX

Las relaciones concursales que se presentan entre el delito de iniciados y otras figuras delictivas tradicionales, v. gr., el delito de estafa, plantean interesantes problemas de interpretación. La exposición y valoración de estas cuestiones ha sido ampliamente expuesta en el capítulo respectivo, razón por la cual aquí nos limitaremos a hacer referencia al problema concursal entre el *insider trading* y los delitos de uso de información privilegiada por funcionario público o autoridad y la estafa. Así, cuando el sujeto activo del delito de iniciados es un funcionario público o autoridad, por ejemplo, un funcionario de la CNMV lo coherente es la aplicación de un **concurso de delitos** y no de leyes, ya que la heterogeneidad de bienes jurídicos protegidos en ambas conductas delictivas así lo aconseja y, a la misma conclusión se llega, si tenemos en cuenta la estructura típica de ambos delitos, pues mientras el art. 442 CP exige el uso de información privilegiada con finalidad lucrativa, el art. 285 CP excluye toda referencia a un especial elemento subjetivo del injusto. Por su parte, al haber admitido que las operaciones de iniciados pueden causar perjuicios reales en el patrimonio de los inversores, fundamentalmente cuando el iniciado vende títulos valores a sabiendas de la inminente caída en su cotización, nos conduce a afirmar que cuando la contraparte del iniciado sufre un perjuicio patrimonial lo que procede es la aplicación de un **concurso de delitos** entre el *insider trading* y el tipo de la estafa, cuyo engaño típico estaría basado en la teoría de los actos concluyentes.

XXI

El art. 285.2 CP contiene un subtipo agravado y no un tipo autónomo, pues se limita a establecer una serie de circunstancias que agravan la conducta descrita en el tipo básico, por lo que dichas circunstancias constituyen **elementos accidentales** del tipo y, en consecuencia, su ausencia no supone la atipicidad de la conducta, sino la concurrencia del tipo básico del art. 285.1 CP. La agravante referida a la obtención de un “beneficio de notoria importancia” (art. 285.2, 2ª CP) es un concepto jurídico indeterminado que podría ser suprimido si tenemos en cuenta que la obtención de un beneficio de 600.000

euros supone ya un beneficio sustancial para cualquier ciudadano medio. La misma objeción podría aplicarse a la agravante del grave daño a los intereses generales (art. 285.2, 3ª CP), pues se trata de un concepto de difícil concreción, aunque –a mi juicio– también podría defenderse que dicha circunstancia no se refiere a los perjuicios económicos ocasionados con las operaciones de iniciados, sino al daño cualitativo que provoca en el mercado, precisamente por la pérdida de la confianza de los inversores en el sistema bursátil. Por último, hay que recalcar que el error que recae sobre los elementos accidentales impide su apreciación, debiendo castigarse al iniciado mediante la aplicación del tipo básico.

XXII

La concurrencia de sanciones penales y administrativas por uso o suministro de información privilegiada es *de lege lata* perfectamente posible, ya que el art. 96 LMV deja abierta la posibilidad de imponer sanciones administrativas una vez que hubiera recaído sentencia firme en la jurisdicción penal. Lo anterior permite plantear la cuestión de la eventual vulneración del principio *non bis idem*, de naturaleza sustantivo-procesal, cuando una vez que el iniciado ha sido condenado por *insider trading*, las autoridades del orden administrativo le imponen sanciones administrativas por los mismos hechos. En este sentido, quienes niegan la vulneración del principio aludido sostienen que la regulación penal y administrativa protegen bienes jurídicos heterogéneos, lo cual es –a nuestro juicio– incorrecto, ya que el fundamento de la prohibición penal y administrativa reside en la protección del mercado de valores como elemento esencial del sistema económico, por lo que si un iniciado es condenado en sede penal y posteriormente es sometido a sanciones administrativa sí que se estaría vulnerando el *ne bis in idem*, siempre que concurra la triple identidad a que se refiere el TC: de sujetos, de hecho y de fundamento. Por su parte, si la duplicidad sancionadora recae sobre un funcionario de la CNMV no sería admisible la infracción del *non bis in idem*, por tratarse de un sujeto que ostenta una relación de sujeción especial respecto de la Administración.

BIBLIOGRAFÍA

ACALE SÁNCHEZ, María, El tipo de injusto en los delitos de mera actividad, Comares, Granada, 2000.

ACHENBACH, Hans, Aus der 2003/2004 veröffentlichten Rechtsprechung zum Wirtschaftsstrafrecht, in: NStZ (10), 2004, pp. 549-554.

ACOSTA ESPAÑA, Rafael, La información privilegiada, en: La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición, Urquijo/ Moreno- Luque/ Alonso (eds.), Madrid- Barcelona- Bilbao, 1992, pp. 371- 407.

AKASHI, Tomoko, La regulación del <<*insider trading*>> en Japón, en: Política Exterior, 1990, pp. 27-44.

AMELUNG, Knut, Rechtsgüterschutz und Schutz der Gesellschaft (Untersuchungen zum Inhalt und zum Anwendungsbereich eines Strafrechtsprinzips auf dogmengeschichtlicher Grundlage. Zugleich ein Betrag zur Lehre von der, Sozialschädlichkeit des Verbrechens), Frankfurt, 1972.

ARÁUZ ULLOA, Manuel, El delito de omisión del deber de socorro. Aspectos fundamentales, tirant lo blanch, Valencia, 2006.

ÁLVAREZ GARCÍA, Francisco Javier, Introducción a la teoría jurídica del delito, tirant lo blanch, Valencia, 1999.

- Bien jurídico y Constitución, en: CPC, No. 43, 1991.

ALEMANY EGUIDAZU, Jesús Miguel, La manipulación de los mercados de valores. Estudio multidisciplinar ilustrado con casos reales, Dijusa, Madrid, 2002.

ÁLVAREZ RIVAS, David/ DE LA TORRE DÍAZ, Javier, Ética de la empresa, Dykinson, Madrid, 2005.

ALTENHAIN, Karsten, Strafvorschriften (§ 38), in: Kölner Kommentare zum Unternehmens und Gesellschaftsrecht, Kölner Kommentar zum WpHG, Carl Heymanns Verlag, Köln-Berlin-München, 2007, pp. 2449-2517.

-BB, 2002, 1874 ss.

ANTÓN ONECA, José, voz “Estafa”, en: NEJ, 1982, pp. 56-90.

ARÁUZ ULLOA, Manuel, El delito de omisión del deber de socorro. Aspectos fundamentales, tirant lo blanch, Valencia, 2006.

ARRANZ PUMAR, Gregorio, Posibles señales de <<*insider trading*>> o de transacciones manipuladoras (Adaptación a la Directiva de Folletos), en: Derecho de los Negocios, No. 178-179, LL, 2005, pp. 65-68.

ARROYO RODRÍGUEZ, Antonio/ VAQUERO LAFUENTE, María Esther, La ética en el uso de información privilegiada, en: ICADE (Ejemplar dedicado a: Empresa y ética), No. 64, 2005, pp. 225-250.

ARROYO ZAPATERO, Luis, Derecho penal económico y Constitución, en: RP, No. 1, 1998, pp. 1-15.

- El *ne bis in idem* en las infracciones al orden social. La prevención de riesgos laborales y los delitos contra los derechos de los trabajadores y la seguridad social, en: Las fronteras del Código penal de 1995 y el Derecho Administrativo Sancionador, PICÓ LORENZO (Dir), CuadDJ, 1997, pp. 11 ss.
- El abuso de información privilegiada en el Derecho español vigente y en el proyecto de Código penal, en: Hacia un Derecho Penal Económico Europeo, Jornadas en honor del Prof. K. Tiedemann, Madrid, 1995, pp. 45- 61.
- Der Mißbrauch von Insider-Informationen im spanischen Recht, in: Bausteine des europäischen Wirtschaftsstrafrechts, Madrid- Symposium für Klaus Tiedemann, Herausgegeben von Bernd Schünemann/ Carlos Suárez González, München, 1994, pp. 387-398.
- El abuso de información privilegiada en el Derecho español, en: Estudios de Derecho penal económico, Universidad Castilla La Mancha, 1994, pp. 61-74.
- Delitos contra la hacienda pública en materia de subvenciones, Ministerio de Justicia, Madrid, 1987.
- Conceptos y principios fundamentales del Derecho Penal Económico, en: PJ, No. 9, 1983, pp. 146-147.

ARGANDOÑA, Antonio, Los problemas éticos de la información privilegiada, en: ética, mercado y negocios, MELE CARNÉ (Coord), Eunsa, Pamplona, 1994, pp. 117-131.

ASSMANN, Heinz-Dieter *et al*, Wertpapierhandelsgesetz Kommentar (§§ 13, 14), 4. neu bearbeitete und erweiterte Auflage, Verlag Dr. Otto Schmidt, Köln, 2006.

- Insiderrecht und Kreditwirtschaft. Rechtsanwendungsprobleme des Insiderrechts in bezug auf die Organisation und die Geschäfte von Kreditinstituten, in: WM (30), 1996, pp. 1337- 1356.
- Das neue deutsche Insiderrecht, in: ZGR (3), 1994, pp. 494-529.

ATILIO FALCONE, Roberto, Algunas notas sobre el objeto procesal y la prohibición del *ne bis in idem*, en: RDP, No. 16, lex nova, Valladolid, 2005.

AUGER LIÑÁN, Clemente, Delitos Bursátiles, en: Nuevas formas de delincuencia, PJ, núm. especial IX, Madrid, 1988, pp. 227- 236.

BACIGALUPO ZAPATER, Enrique (dir) *et al*, Curso de Derecho Penal Económico, Madrid, Marcial Pons, 1998.

- Principios de Derecho penal. Parte General, 5ª ed., Iure, Madrid, 1998.
- El nuevo delito fiscal, en: APen, No. 45, 1995, pp. 4-10.
- Principios de Derecho penal. Parte General, 4ª ed., Akal, Madrid, 1997.

BACIGALUPO SAGGESE, Silvina, Autoría y participación en delitos de infracción de deber. Una investigación aplicable al Derecho penal de los negocios, Marcial Pons, Madrid-Barcelona-Buenos Aires, 2007.

BAENA TOVAR, Nuria, La regulación del abuso de mercado en Europa y Estados Unidos, Dirección de Estudios, Monografías No. 1, Comisión Nacional de Mercado de Valores, Madrid, 2002.

BAJO FERNÁNDEZ, Miguel/ BACIGALUPO, Silvina, Derecho Penal Económico, Ramón Areces, Madrid, 2001, pp. 515- 533.

BAJO FERNÁNDEZ, Miguel, voz “Uso de información privilegiada”, en: Diccionario de Derecho Penal Económico, Boix Reig, Javier (dir.)/ Lloria García, Paz (coord.), Iustel, Madrid, 2008, pp. 883-889.

- El error de prohibición en el Derecho Penal Económico, en: Derecho de Sociedades. LH al Profesor Fernando Sánchez Calero, Vol. 5, 2002, pp. 5489-5496.
- Uso de información privilegiada, en: El nuevo Código penal: presupuestos y fundamentos. Libro Homenaje al Prof. Dr. D. Ángel Torío López, Granada, Comares, 1999, pp. 637- 649.
- Uso de información privilegiada, en: CuadDJ, Empresa y Derecho Penal (II), t. X, Madrid, 1998, pp. 121- 143.
- Manual de Derecho Penal, Parte Especial, Delitos patrimoniales y económicos, 2ª. ed., Madrid, Centro de Estudios Ramón Arcedes, 1993.
- Oportunidad e inoportunidad de los nuevos delitos económicos, en: Papeles de Economía Española, No. 10, 1982, pp. 247-259.

BAJO FERNÁNDEZ. Miguel/ PÉREZ MANZANO, Mercedes/ SUÁREZ GONZÁLEZ, Carlos, Manual de Derecho Penal (Parte Especial). Delitos patrimoniales y económicos, 2ª ed., Madrid, 1993.

BAUCCELLS LLADÓS, Joan, Delitos contra el patrimonio y el orden socioeconómico. Comentario al art. 285 en: Comentarios al Código Penal. Parte Especial, CÓRDOBA RODA, Juan/ GARCÍA ARÁN, Mercedes *et al*, Tomo I, Marcial Pons, Madrid – Barcelona, 2004, pp. 1054-1062.

BARBERO SANTOS, Mariano, Contribución al estudio de los delito de peligro abstracto, en: ADPCP, t. XXVI, 1973, pp. 487-498.

BELANDO GARÍN, Beatriz, La protección pública del inversor en el mercado de valores, Civitas, Madrid, 2004.

BERCOVITZ ÁLVAREZ, Raúl, La Securities Exchange Comisión (SEC) estadounidense inicia una investigación oficial sobre las prácticas de los analistas de inversión y los potenciales conflictos de interés que afectan a su actividad, en: RDBB, No. 86, Año XXI, lex nova, 2002, pp. 294-295.

- El Derecho del mercado de capitales, en: RDBB, No. 29, 1988.

BERGMANN, Mario/ DREES, Susanne, Das neue Insiderstrafrecht des WpHG und seine Durchsetzbarkeit in der Praxis, in: StraFo (Strafverteidiger Forum), 2005, pp. 364-370.

BENITEZ ORTÚZAR, Ignacio Francisco, El uso de información relevante en el mercado de valores. Relevancia jurídico penal del insider trading, en: Estudios Penales en homenaje al Profesor Cobo del Rosal, 2005, pp. 81-103.

- Artículo 285, en: Comentarios al Código Penal, Tomo IX, Delitos contra el patrimonio y contra el orden socioeconómico, COBO DEL ROSAL (Director), Edersa, Madrid, 1999, pp. 335-385.

BRÍO GONZÁLEZ, Esther del, Medición del insider trading en el mercado de valores español, en: REFC, Vol. XXXV, No. 128, 2006, pp. 115-136.

BOIX REIG, Javier, La jurisprudencia constitucional sobre el principio non bis in idem, en: Homenaje al Profesor Dr. Gonzalo Rodríguez Mourullo, Civitas, Pamplona, 2005.

BÜRGERS, Tobias, Das Anlegererschutzverbesserungsgesetz, in: BKR (11), 2004, pp. 424-432.

BUSTOS RAMÍREZ, Juan, Manual de Derecho penal. Parte General, 4ª ed., PPU, Barcelona, 1994.

- Introducción al Derecho penal, 2ª ed., Temis, Bogotá, 1994.
- Los bienes jurídicos colectivos, en: Control social y sistema penal, 1987; tb. publicado en: RFDUC, No. 11, 1986.
- Manual de Derecho Penal. Parte Especial, Ariel S.A, Barcelona, 1986.
- Manual de Derecho penal español, Barcelona, 1984.

BRUNNER, Max, Wie kommt man den sogenannten Insider-Transaktionen bei?, in: SAG (48), 1976, pp. 179- 194.

CAHN, Andreas, Grenzen des Markt- und Anlegerschutzes durch das WpHG, in: ZHR (162), 1998, pp. 1-50.

CALDERÓN CERREZO, Ángel, Delitos contra el patrimonio y contra el orden socioeconómico (IV), en: Derecho Penal, Parte Especial, tomo II, Barcelona, Bosch, 1999.

CALDERÓN SUSÍN, Eduardo, El abuso de información privilegiada en el mercado de valores, en: Delitos socioeconómicos en el Nuevo Código Penal, CuadDJ, Madrid, Consejo General del Poder Judicial, 1996, pp. 210- 260.

CANDELAS SÁNCHEZ, M, Ley de responsabilidad civil por actuaciones ilícitas en el mercado financiero de Brasil, en: RDBB, No. 43, Año XI, 1991, pp. 867-868.

CAMARERO GONZÁLEZ, Gonzalo, Autoría y participación en los delitos especiales, en: Revista del Ministerio Fiscal, 2003; (11):143-174.

CARBONELL MATEU, Juan Carlos, Breves reflexiones sobre la tutela de los llamados *intereses difusos*, en: Intereses Difusos y Derecho Penal, CuadDJ, CGPJ, Boix Reig (Dir.), Madrid, 1994.

CARO JOHN, José Antonio, Algunas consideraciones sobre los delitos de infracción de deber, en: Anuario de Derecho Penal (Asociación peruana de Derecho penal), 2003.

CASPARI, Karl-Burkhard, Die geplante Insiderregelung in der Praxis, in: ZGR (3), 1994, pp. 530-546.

CASTRO MORENO, Abraham/ OTERO GONZÁLEZ, María del Pilar, El abuso de información privilegiada en la función pública, tirant lo blanch, Valencia, 2007.

CATRO CUENCA, Carlos Guillermo, Lineamientos sobre la antijuridicidad en los delitos contra la colectividad e imputación objetiva, en: Revista de Actualidad Jurídica, No. 15, 2006, pp. 199-231.

CLAUSSEN, Carsten, Das neue Insiderrecht, in: DB (1), 1994, pp. 27- 31.

- Neues zur kommenden Insidergesetzgebung (II), in: ZBB (4), 1992, pp. 267-283.

CRAMER, Peter, Strafbarkeit der Ausnutzung und Weitergabe von Insiderinformationen nach dem Recht der Bundesrepublik Deutschland, in: Festschrift für Otto Triffterer zum 65. Geburtstag, Wien, 1996, pp. 323-341.

- Strafrechtliche Probleme des Insiderhandelsverbots, insbesondere Beihilfe zur fremden Insider-Straftat, in: AG, 1997, pp. 59-62.

CERREZO MIR, José, Curso de Derecho Penal Español, Parte General III, Teoría Jurídica del Delito/ 2, Madrid, tecnos, 2004.

- Los delitos de peligro abstracto en el ámbito del Derecho penal del riesgo, en: RDPCr, No. 10, 2002, pp. 47-72.

COBO DEL ROSAL, Manuel, Uso de información privilegiada en el mercado de valores, en: Fragmentos Penales I –Ensayos-, tirant lo blanch, Valencia, 2002, pp. 119-122; tb. publicado en: La Razón, 4 de septiembre de 2000.

COBO DEL ROSAL, Manuel/ VIVES ANTON, Tomás, Derecho Penal, Parte general, 5ª. ed., Valencia, Tirant lo Blanch, 1999.

CORCOY BIDASOLO, Mirentxu, Protección de bienes jurídico-penales supraindividuales y Derecho penal mínimo, en: Mir Puig, Santiago (Dir.), Derecho Penal del siglo XXI, CuadDJ, 2008, pp. 365-402.

- Delitos de peligro y protección de bienes jurídico- penales supraindividuales, tirant monografías, Valencia, 1999.

CORCOY BIDASOLO, Mirentxu *et al*, Manual Práctico de Derecho Penal. Parte Especial, t. II, Derecho Penal de la Empresa, tirant lo blanch, Valencia, 2002.

CHOCLAN MONTALVO, José Antonio, Protección Penal del Sistema Financiero, en: LL, No. 5865, 2003.

- Hacia la unificación del Derecho penal comunitario. El Corpus Iuris Europeo, en: LL, Tomo I, Ref. D-38, 1998.

CUELLO CALÓN, Eugenio, Derecho Penal (Parte General), t. I, 18ª ed., Bosch, Barcelona, 1980.

CUELLO CONTRERAS, Joaquín, El Derecho penal español. Parte General, Nociones introductorias. Teoría del delito, 3ª ed., Dykinson, Madrid, 2002.

CREMADES, Bernardo, La protección al inversor: insider trading, en: LL, No. 1, 19 enero de 1988, pp. 905-909.

CHRYSTAL, Alec, Tráfico de información confidencial, en: La dimensión ética de las instituciones y mercados financieros, fundación BBV, Madrid, 1995.

DE BENITO PEÑA, Juan Carlos, La ley financiera y la transparencia del mercado de valores, en: Partida doble (Revista de Contabilidad, auditoria y empresa), No. 142, 2003, pp. 28-31.

DE CARLOS BELTRÁN, Luis, La propuesta de directiva sobre “insider trading”, en: Noticias/ C.E.E., No. 34, Año III, 1987, pp. 77- 81.

DEFARGES, Ricardo, El “insider trading” hoy, en: Bolsa de Madrid, No. 99, 1987, pp. 1, 12-13.

DE GARAY SUÁREZ- LLANOS, Jesús, La ética en la dirección y gestión de las entidades financieras, en: La dimensión ética de las instituciones y mercados financieros, fundación BBV, Madrid, 1995.

DE GISPERT PASTOR, María Teresa, La protección legal de la inversión mobiliaria en Gran Bretaña, en: RDBB, No. 5, Año II, 1982, pp. 55-70.

DE LA RÚA, Fernando, Non bis in idem, en: Proceso y Justicia (Temas Procesales), Buenos Aires, 1980.

DEL ROSAL BLASCO, Bernardo, Mercado bursátil y publicidad engañosa: La intervención del Derecho penal, en: Dogmática y Ley penal. Libro homenaje a Enrique Bacigalupo, Tomo II, Marcial Pons, Madrid, 2004, pp. 1175-1181.

- Mercado bursátil y publicidad engañosa: La intervención del Derecho penal, en: Temas de Derecho penal económico, III Encuentro hispano-italiano de Derecho penal económico, trota, Madrid, 2004.

DE URBANO CASTRILLO, Eduardo, Comentario al art. 285 CP, en: Comentarios del Código Penal, CONDE-PUMPIDO TOURÓN (Dir.)/ LÓPEZ BARJA DE QUIROGA (Coord.), Tomo III, Bosch, Barcelona, 2007, pp. 2197-2201.

DIAZ Y GARCÍA CONLLEDO, El error sobre los elementos normativos del tipo penal, LL, Madrid, 2008.

- Miguel, Ne bis in idem material y procesal, en: Revista de Derecho, No. 9, Facultad de Ciencias Jurídicas, Universidad Centroamericana, Managua, 2005, pp. 9- 27.
- Conocimiento de la antijuridicidad y error de prohibición: una visión abierta del art. 14.3 CP (comentario a Felip i Saborit, *Error iuris*, ed., Atelier, Barcelona, 2000), en: RDPCr, No. 9, 2002.
- ¿Error de tipo o error de hecho?, en: El nuevo Derecho penal español: estudios penales en memoria del Profesor José Manuel Valle Muñiz, 2001, pp. 207-228.
- Los elementos normativos del tipo penal y la teoría del error, en: Cuestiones actuales de la teoría del delito, Luzón/ Mir (dirs.), Madrid, 1999, pp. 61-111; tb. publicado en: LH al Profesor Casabó Ruiz, Valencia, 1997.
- El error de prohibición: pasado, presente y futuro, en: El nuevo Código penal. presupuestos y fundamentos (LH al profesor Doctor don Ángel Torío López), 1999, pp. 335-368.
- Autoría y participación, en: LL, 1996-2.
- La autoría en el Derecho penal, PPU, 1991.

- Omisión de impedir delitos no constitutiva de participación por omisión: ¿un caso de dolo alternativo?, en: PJ, No. 24, 1991, pp. 203-220.
- Inducción o autoría mediata en malversación impropia, en: LL, 1986-4.

DÍAZ- MAROTO Y VILLAREJO, Julio/BLANCO PEÑALVER, Aurelio/GARBERÍ LLOBREGAT, José *et al*, Código Penal. Interpretación jurisprudencial y legislación complementaria, Bosch, Barcelona, 1999.

DÍAZ PALOS, Fernando, La jurisprudencia penal ante la dogmática jurídica y la política criminal, Rodríguez Mourullo (Prólogo), Colex, 1991.

DÍAZ PITA, María del Mar, Competencias criminales nacionales e internacionales y principio de non bis in idem, en: Estudios de Derecho penal, NIETO MARTÍN (Coord), Universidad de Castilla- La Mancha, 2004.

DÍEZ RIPOLLÉS, José Luis, El derecho penal simbólico y los efectos de la pena, en: Boletín Mexicano de Derecho Comparado, No. 103, 2002, pp. 63-97.

- Prólogo a la obra “El resultado en el Derecho Penal” de LAURENZO COPELLO, Patricia, tirant lo blanch, Valencia, 1992, pp. 13-15.

DIEKMANN, Hans/ SUSTMANN, Marco, Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG), in: NZG (20), 2004, pp. 929-939.

DIERLAMM, Alfred, Das neue Insiderstrafrecht, in: NStZ (11), 1996, 519-522.

DINGELDEY, Thomas, Insider-Handel und Strafrecht, 1983.

DOVAL PAIS, Antonio, Posibilidades y límites para la formulación de normas penales. El caso de las leyes en blanco, tirant lo blanch, 1999.

EBERSTADT, Gerhard, Sind Sie mit dem neuen Insider-Recht zufrieden?, in: ZfK, 1994, 889.

ENGEL, Ronald, Das neue deutsche Insiderrecht, in: JA (6), 1996, pp. 510-517.

EIRANOVA ENCINAS, Emilio, Abuso de mercado. Protección de la transparencia, en: El espacio financiero único en la Unión Europea: los mercados de valores, MARTÍNEZ ECHEVARRÍA (coord.), 2005, pp. 566-656.

ENTRENA RUÍZ, Daniel, El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: un estudio de su régimen administrativo sancionador, Civitas, S.L, Madrid, 2006.

ESCRIVÁ GREGORI, Joseph María, Algunas consideraciones sobre Derecho penal y Constitución, en: Papers, No. 13, Barcelona, 1980, pp. 141-165.

- La puesta en peligro de bienes jurídicos en el Derecho Penal, Barcelona, 1976.

ESTEVAN DE QUESADA, Carmen, El problema del insider trading. Materiales para la reflexión, en: RGD, Año LII, No. 615, diciembre 1995, pp. 13441- 13474.

ESER, Albin, Una justicia penal <<a la medida del ser humano>>. Visión de un sistema penal y procesal orientado al ser humano como individuo y ser social, en: RDPCr, No. 1, 1998, pp. 131-152.

- Sobre la exaltación del bien jurídico a costa de la víctima, en: ADPCP, t. XLIX, 1996, pp. 1021-1046.

ESTRADA, Javier, Insider trading: regulation, deregulation, and taxation, en: Working paper. Economics series, No. 1, Madrid, Universidad Carlos III, 1994; tb. publicado en: *Swiss Review of Business Law*, No. 5, 1994, pp. 209- 218.

- Insider trading: regulation, securities market, and welfare under risk neutrality, en: Working papers. Economics series, No. 34, Madrid, Universidad Carlos III, 1994.

FARALDO CABANA, Patricia, Falsas condiciones objetivas de punibilidad en los delitos contra la Administración de Justicia, en: El Nuevo Derecho penal español. Estudios Penales en Memoria del Profesor José Manuel Valle Muñiz, Aranzadi, 2001, pp. 1303-1316.

- Algunos aspectos del delito de uso de información reservada en el mercado de valores en el mercado de valores en el Proyecto de Código penal de 1994, en: EPCr, XVIII, 1995, pp. 45-121.

FERNÁNDEZ- ARMESTO, Juan, Sólo se sanciona a inversores incautos, en: El País, de 8 octubre de 2000.

FERNÁNDEZ ATELA, Gonzalo, Insider trading: evolución, doctrina y regulación en los Estados Unidos de Norteamérica, en: RDBB, No. 31, Año VIII, 1988, pp. 561- 596.

FERNÁNDEZ BAUTISTA, Silvia, El administrador de hecho y de derecho. Aproximación a los delitos con restricciones con sede de autoría, tirant lo blanch, Valencia, 2007.

FERNÁNDEZ, Gonzalo, Bien jurídico y sistema del delito, BdeF, Montevideo – Buenos Aires, 2004.

FERNÁNDEZ OUBIÑA, Adolfo, El abuso de información privilegiada: regulación penal vigente (Y II), en: Consell Obert, núm. 122, Illustre Consell de Col.legis de Graduats Socials de Catalunya, octubre 1998, pp. 5-7.

- El abuso de información privilegiada en el mercado de valores. Consideraciones previas (I), en: Consell Obert, núm. 121, Illustre Consell de Col.legis de Graduats Socials de Catalunya, septiembre 1998, pp. 5-6.

FERRADIS CIPRIÁN, Daniel/MARTÍNEZ GARAY, Lucía, Tratamiento penal del abuso de información privilegiada en el mercado financiero, en: EPCr, 2003, XXIII, pp. 99- 174.

FERRÉ OLIVÉ, Juan Carlos, Punibilidad y Proceso Penal, en: RGDP, No. 10, 2008, pp. 1-16.

FOFFANI, Luigi, Delitos Bancarios y Bursátiles, en: Eurodelitos. El Derecho penal económico en la unión europea, TIEDEMANN, Klaus (Dir)/ NIETO MARÍN, Adán (Coord), Cuenca, 2004.

- Delitos Bancarios y Bursátiles, en: Eurodelitos. El Derecho penal económico en la unión europea, TIEDEMANN, Klaus (Dir)/ NIETO MARÍN, Adán (Coord), Cuenca, 2003, pp. 109-117.

- Tutela penal del mercado y Abuso de información privilegiada: la experiencia italiana, en: Hacia un Derecho Penal Económico Europeo, Jornadas en honor del Prof. Klaus Tiedemann, Madrid, 1995, 501- 517.

FONTÁN BALESTRA, Carlos, Derecho penal. Introducción y parte general, 9ª ed., Buenos Aires, 1974.

FORSTMOSER, Peter, Die neue Schweizerische Strafnorm gegen Insider-Geschäfte, ZGR, 1/1989, pp. 124-145.

- Gesetzliche Regelung gegen Insider-Missbräuche?, in: NZZ, Nr.111 vom 15/16 Mai, 1982.

- Strafrechtliche Erfassung von Insidermissbrauchen?, in: SAG, 49, 1977, pp. 14-23.

FUERTES LÓPEZ, M, El Derecho sancionador en los mercados de valores: la eterna reforma, en: RDBB, No. 73, 1999, pp. 110.

FRANCH MENEU, José Juan, Problemas éticos de los mercados financieros, en: La dimensión ética de las instituciones y mercados financieros, fundación BBV, Madrid, 1995.

FLEISCHER, Holger, Scalping zwischen Insiderdelikt und Kursmanipulation, in: DB (1/2), 2004, pp. 51-55.

GALLEGO SOLER, José- Ignacio, Responsabilidad penal y perjuicio patrimonial, Valencia, tirant lo blanch, 2002.

GARCÍA CIRIZA, Carlos, Estudio de la regulación del insider trading en EEUU y España, en: Actualidad del Mercado Financiero, No. 4, 1994, pp. 1-15.

GARCÍA CRESPO, Consideraciones sobre los delitos relacionados con los mercados de valores, en: Revista Tapia, No. 54, 1990. pp. 55-56.

GARCÍA MECA, Emma/MARTÍNEZ CONESA, Isabel, El tráfico de información privilegiada: evidencias y regulaciones empresariales, en: Partida doble (Revista de Contabilidad, auditoría y empresa), No. 167, 2005, pp. 56-67.

GARCÍA MOSQUERA, Marta, La estafa de seguro, La Ley, Madrid, 2006.

GARCÍA-PABLOS DE MOLINA, Antonio, Introducción al Derecho Penal, 4ª ed., Ramón Areces, Madrid, 2006.

- Sobre la figura del delito de maquinaciones para alterar los precios (naturales) de las cosas, en: CPC, 1981, pp. 221-244.

GARCÍA SANTOS, María Nieves, Ética, equidad y normas de conductas en los mercados de valores: la regulación del abuso de mercado, en: Información Comercial Española, ICE: Revista de economía, No. 823, 2005, pp. 163-188.

GARCÍA VALDÉS, Carlos, El Nuevo Derecho Penal de los Negocios y de las Sociedades Mercantiles, en: Estudios Jurídicos en Homenaje al Profesor Aurelio Menéndez, Tomo IV, Civitas, Madrid, 1996.

- El uso de información privilegiada y el tráfico de influencias, en: Temas de Derecho penal (Penología. Parte Especial. Proyectos de reforma), Madrid, 1992.
- El Proyecto de nuevo Código penal. Dos estudios de Parte Especial, tecnos, Madrid, 1992.

GARCÍA VALDÉS, Carlos/FIGUEROA NAVARRO, Carmen, voz “alteración de precios y delitos relativos al mercado y a los consumidores”, en: EPB, LUZÓN PEÑA (Dir), Comares, Granada, 2002, pp. 56-59.

GIMBERNAT ORDEIG, Enrique, El “caso Alierta” y el delito de información privilegiada, en: El Mundo, 18 diciembre de 2002.

- Autor y cómplice en Derecho Penal, Madrid, 1966.

GIMENO SENDRA, Vicente, Cuestiones prejudiciales devolutivas y non bis in idem en el proceso penal, en: LL, No. 5817, 2003.

GIUDICELLI- DELAGE, Genevieve, El delito de iniciados en el Derecho francés, en: Hacia un Derecho penal económico europeo, Jornadas en honor del Prof. Klaus Tiedemann, Madrid, 1995, pp. 401-409.

- Das Insider-Delikt im französischen Recht, in: Bausteine des europäischen Wirtschaftsstrafrechts, Madrid- Symposium für Klaus Tiedemann, Herausgegeben von Bernd Schünemann/ Carlos Suárez González, München, 1994, pp. 399- 405.

GÓMEZ INIESTA, Diego, voz “Condiciones objetivas de punibilidad”, en: Diccionario de Derecho Penal Económico, Boix Reig (dir.)/ Lloría García (coord.), Iustel, Madrid, 2008, pp. 215-219.

- Diego José, Fraudes en el mercado de valores (A propósito de la propuesta de eurodelitos de manipulaciones bursátiles y abuso de información privilegiada), en: Fraude y Corrupción en el Derecho penal económico europeo. Eurodelitos de corrupción y fraude, ARROYO ZAPATERO/NIETO MARTÍN (Coord), Ediciones de la Universidad Castilla- La Mancha, Cuenca, 2006, pp. 159-203.
- Abuso de información privilegiada y manipulación. Utilización de información privilegiada y manipulación de cotizaciones: Algunas propuestas para su reforma, en: Boletín de Información del Ministerio de Justicia (Ejemplar dedicado a: la armonización del derecho penal español: una evaluación legislativa), Año 60, No. 2015, 2006, pp. 154-167.
- Las sanciones administrativas y penales en el ámbito del mercado de valores, en: Instituciones del Mercado Financiero, ALONSO UREBA/ MARTÍNEZ SIMANCAS (dir.), Vol. VI, La Ley Actualidad, 1999, pp. 3921- 3964.
- La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores, McGraw Hill, Madrid, 1997.

GÓMEZ-BEZARES, Fernando, La ética y la especulación, en: BEE, 2000, Vol. LV, No. 170, pp. 253-271.

GÓMEZ BENÍTEZ, José Manuel, Sobre la teoría del “bien jurídico” (Aproximación al ilícito penal), en: RFDUC, No. 69, 1983, pp. 85-111.

GÓMEZ MARTÍN, Víctor, Los delitos especiales, Edisofer-BdeF, Montevideo-Buenos Aires, 2006.

GÓMEZ PAVÓN, Pilar, El delito de información privilegiada, en: ICADE (Ejemplar dedicado a: Derecho Penal), No. 42, 1997, pp. 245-259.

GÓMEZ RIVERO, Ma. Carmen, El fraude de subvenciones, tirant lo blanch, Valencia, 1996.

GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco, voz “Información privilegiada”, en: Diccionario de Derecho Penal Económico, Boix Reig, Javier (dir.)/ Lloría García, Paz (coord.), Iustel, Madrid, 2008, pp. 519-527.

GONZÁLEZ CUSSAC, José Luis, Abuso de información privilegiada, en: VIVES ANTON *et al*, Derecho Penal. Parte Especial. 2ª edición revisada y actualizada conforme al Código Penal de 1995, tirant lo blanch, Valencia, 1996, pp. 478- 483.

- El abuso de información privilegiada, en: CPC, No. 37, 1989, pp. 119- 153.

GONZÁLEZ CUSSAC, José Luis/MATALLÍN EVANGELIO, Ángela/ ORTS BERENGUER, Enrique/ ROIG TORRES, Margarita, Derecho Penal. Parte Especial, t. VII, tirant lo blanch, Valencia, 2007.

GONZÁLEZ- ECHENIQUE CASTELLANOS, Leopoldo, Potestades administrativas en los mercados de valores: últimas novedades, en: Derecho administrativo- económico, CuadDJ, No. 12, Madrid, 2000, pp. 153- 220.

GONZÁLEZ RUS, Juan José, Delitos contra el patrimonio y contra el orden socioeconómico (VIII). Delitos relativos a la propiedad intelectual e industrial, al mercado y a los consumidores, en: Derecho Penal Español. Parte Especial, COBO DEL ROSAL, Manuel (Coord.), 2ª ed., Dykinson, S.L., Madrid, 2005.

- Delitos relativos a la propiedad intelectual e industrial (Abuso de información privilegiada en el mercado de valores), en: Compendio de Derecho Penal Español (Parte Especial), COBO DEL ROSAL, Manuel (Dir), Barcelona, Marcial Pons, 2000, pp. 515-519.
- Delitos relativos al mercado y a los consumidores, en: Jornadas sobre el nuevo Código Penal de 1995. Celebradas del 19 al 21 de noviembre de 1996, ASÚA BATARRITA, Adela (ed.), Universidad del País Vasco, 1998, pp. 145-150.
- Abuso de información privilegiada en el mercado de valores, en: Curso de Derecho Penal. Parte Especial, COBO DEL ROSAL, Manuel (Dir.), Marcial Pons, Madrid, 1996, pp. 817-822.
- Los intereses económicos de los consumidores. Protección penal, Instituto Nacional del Consumo, Madrid, 1986.
- Teoría de la pena y Constitución, en: EPCr, No. VII, 1984, pp. 222.
- Seminario sobre bien jurídico y reforma de la parte especial (Siracusa, 15-18 octubre 1981), en: ADPCP (Crónicas extranjeras), 1982, pp. 705-718.
- Bien jurídico y Constitución (Bases para una teoría), Fundación Juan March, 1983.

GONZÁLEZ-SALAS CAMPOS, Raúl, La teoría del bien jurídico en el Derecho penal, Oxford University Press, 2ª ed., México, 2001.

GRACIA MARTÍN, Luis, Recensión sobre Martínez-Buján Pérez, Carlos: Derecho Penal Económico. Parte General. Tirant lo blanch, Valencia, 1998, 246 pp, en: RDPCr, No. 13, 2004, pp. 445-481.

- La configuración del tipo objetivo del delito de evasión fiscal en el Derecho penal español: crítica de la regulación vigente y propuestas de reforma, en: REDF, No. 58, 1988, pp. 267-290.

GROTHAUS, Achim, Reform des Insiderrechts: Großer Aufwand –viel Rechtsunsicherheit – wenig Nutzen?, in: ZBB (1), 2005, pp. 62-68.

GUTIÉRREZ ROMERO, Francisco Manuel, Novedades introducidas por la LO 15/2003, de 25 de noviembre, por la que se modifica la LO 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal, en: LL, No. 6389, 2005.

GRUNDMANN, Wolfgang, Neuregelung des Insiderhandels- Verbots in Deutschland, in: ZKW, 1992, pp. 12-16.

GRUNEWALD, Barbara, Neue Regeln zum Insiderhandel, in: ZBB (3), 1990, pp. 128-133.

HASSEMER, Winfried, Derecho penal simbólico y protección de bienes jurídicos, en: Pena y Estado, Conosur, Santiago, 1995, pp. 23-36; tb. publicado en: Nuevo Foro Penal, Temis, Santa Fe de Bogotá, 1991.

HASSEMER, Winfried/ MUÑOZ CONDE, Francisco, Introducción a la criminología y al Derecho penal, tirant lo blanch, Valencia, 1989.

HAMMEN, Horst, Pakethandel und Insiderhandelsverbot, in: WM (36), 2004, pp. 1753-1760.

HEFENDEHL, Roland, Kollektiv Rechtsgüter im Strafrecht, Carl Heymanns Verlag, Köln – Berlin, Bonn- München, 2002.

- ¿Debe ocuparse el Derecho penal de riesgos futuros? Bienes jurídicos colectivos y delitos de peligro abstracto, en: REDPCr, No. 4, 2002, pp. 1-13; tb. publicado en: Anales de Derecho, No. 19, 2001, pp. 147-158.

HEISE, Detlef, Der Insiderhandel an der Börse und dessen strafrechtliche Bedeutung. Eine Untersuchung des neuen deutschen Insiderrechts speziell unter Bezugnahme auf die strafrechtstheoretischen und strafrechtsdogmatischen Grundlagen, Peter Land, Frankfurt, 2000.

HEISTERKAMP, Friedrich Frank, Über Insider und Outsider, in: DZWir, 1994, pp. 517-525.

HEMELING, Peter, Gesellschaftsrechtliche Frage der Due Diligence beim Unternehmenskauf, in: ZHR (169), 2005, pp. 274-294.

HERZBERG, Rolf Dietrich, Täterschaft und Teilnahme. Eine systematische Darstellung anhand von Grunfällen, München, 1977.

HERNÁNDEZ SAINZ, Esther, El abuso de información privilegiada en los mercados de valores, Civitas, 2007.

- La internacionalización de los mercados de valores y la lucha contra los abusos de mercado transfronterizos, en: RDBB, No. 103, 2006, pp. 47-142.

- La prohibición de los abusos de información privilegiada en el Derecho del mercado de valores francés, en: RDBB, No. 71, Año XVII, 1998.
- La nueva regulación penal de los abusos de formación privilegiada, en: APen, No. 9, 1997, pp. 173-216.
- El Tribunal Supremo de los Estados Unidos consagra definitivamente la teoría de la apropiación indebida (Misappropriation Theory) como fundamento de la responsabilidad por *insider trading*, en: RDBB, No. 68, 1997, pp. 1423-1426.

HERRERO HERRERO, César, Introducción al nuevo Código penal (Parte general y especial), Dykinson, Madrid, 1996.

- Los delitos económicos. Perspectiva jurídica y criminológica, Ministerio del Interior, Madrid, 1992.

HERZEL, Leo/ KATZ, Leo, Insider Trading: Who Loses?, in: Lloyds Bank Review, 1987, pp. 15-26.

HIENZSCH, André, Das deutsche insiderhandelsverbot in der Rechtswirklichkeit. Eine empirische Studie, Nomos, Baden-Baden, 2006.

HIRSCH, H. J, Acerca del estado actual de la discusión sobre el concepto de bien jurídico, en: Modernas tendencias en la ciencia del Derecho penal y en la Criminología, UNED, 2001.

HIRSCH, Andrew von/ WOHLERS, Wolfgang, Teoría del bien jurídico y estructura del delito. Sobre los criterios de una imputación justa, en: Hefendehl, Roland (ed.), La teoría del bien jurídico. ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?, Marcial Pons, Madrid, 2007, pp. 285-308.

HOLSCHBACH, Ulrich, Haftungsprobleme im Bereich der Insider – Wertpapiergeschäfte, in: NJW (45), 1973, 2006-2009.

HOPT, Klaus, Insider Trading on the Continent, en: Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation, 1989.

HOPT, Klaus, Übernahmen, Geheimhaltung und Interessenkonflikte: Probleme für Vorstände, Aufsichtsräte und Banken, in: ZGR, 2002, 333-376.

- Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz – insbesondere Insidergeschäfte und Ad-hoc-Publizität, in: ZHR (159), 1995, pp. 135-163.
- Rechtsprobleme des europäischen und deutschen Insiderrechts, in: BFuP, 1994, pp. 85-98.
- Europäisches und deutsches Insiderrecht, in: ZGR (1), 1991, 17-73.

HORMAZÁBAL MALARÉE, Hernán, El uso de información privilegiada y bien jurídico, en: Estudios Penales en recuerdo del Profesor Ruiz Antón, tirant lo blanch, Valencia, 2004, pp. 489-505.

- Bien jurídico y Estado social y democrático de derecho, PPU, Barcelona, 1991.
- Delitos socioeconómicos. Capítulo primero. Sección tercera: “De la alteración de precios y de las prácticas restrictivas de la competencia” y sección cuarta “De otros delitos relativos a la regulación de mercados”, en: Documentación Jurídica, No. 2, 1983, pp. 777-807.

HORN, Norbert, Wertpapiergeschäfte von Innenseitern als Regelungsproblem, in: ZHR (136), 1972, pp. 369- 396.

HUECK, Götz, Verbot des Insiderhandels (Arbeitskreis Gesellschaftsrecht), Heidelberg, 1976 (zitiert: Hueck, AG GesellschR).

HURTADO POZO, José, El delito de explotación de información privilegiada en el Código penal suizo, en: Hacia un Derecho penal económico europeo, Jornadas en honor del Prof. Klaus Tiedemman, Madrid, 1995, pp. 411- 439.

- Der Mißbrauch von Insider-Informationen im schweizerischen Strafgesetzbuch, in: Bausteine des europäischen Wirtschaftsstrafrechts, Madrid- Symposium für Klaus Tiedemann, Herausgegeben von Bernd Shünemann/ Carlos Suárez González, München, 1994, pp. 407-427.

HUERTA TOCILDO, Susana, Protección penal del patrimonio inmobiliario, Civitas, Madrid, 1980.

IBARRA IRAGUEN, J, Breves comentarios en torno a las características de nuestros mercados de valores y a la posibilidad de desarrollar en ellos prácticas fraudulentas, en: Revista Jurídica General, Boletín del Ilustre Colegio de Abogados de Madrid, Madrid, 1998, pp. 111- 171.

IGLESIAS MACHADO, Salvador/ MORENO Y BRAVO, Emilio, La prohibición de la duplicidad de sanciones y el principio <<non bis in idem>> desde la jurisprudencia constitucional y penal, en: CPC, No. 89, 2006.

IMMENGA, Frank, Das neue Insiderrecht im Wertpapierhandelsgesetz, in: ZBB (2), RWS Verlag, Kommunikationsforum GmbH-Köln, 1995, pp. 197-206.

ÍÑIGO CORROZA, María Elena, La relevancia del fraude en los delitos de competencia. En concreto: maquinaciones para elevar el precio de las cosas (art. 284 CP) y uso de información privilegiada (art. 285), en: ¿Libertad económica o fraudes punibles? Riesgos penalmente relevantes e irrelevantes en la actividad económico-empresarial, SILVA SÁNCHEZ, Jesús María (Dir.), Marcial Pons, Madrid, 2003, pp. 283-305.

JAÉN VALLEJO, Manuel, Información privilegiada en el mercado de capitales y Derecho penal, en: CPC, No. 97, 2009, pp. 107-129.

- Principio constitucional “non bis in idem” (A propósito de la Sentencia del Pleno del Tribunal Constitucional 2/2003), en: Actualidad Jurídica Aranzadi, No. 584, 2003.

JAKOBS, Günther, Strafrecht, AT. 2 aufl, 1991, 6/88.

- Derecho Penal. Parte General. Fundamentos y teoría de la imputación, 2ª ed., Macial Pons, Madrid, 1997.

JENNINGS, Richard, Insider-Geschäfte nach Rule 10(b)-5 der Vorschriften über die Security Exchange Commission, in: ZHR, 1969, pp. 1-34.

JERICÓ OJER, Leticia, Utilización de información privilegiada en el ámbito del mercado de valores, en: CORCOY BIDASOLO (Dir.), Derecho Penal de la Empresa, Pamplona, Universidad Pública de Navarra, D.L., 2002, pp. 178-208.

JESCHECK, Hans-Heinrich/WEIGEND, Thomas, Tratado de Derecho Penal. Parte General (Trad. Olmedo Cardenete, Miguel), 5ª ed., Comares, Granada, 2002.

JESCHECK, Hans-Heinrich, Tratado de Derecho Penal. Parte General (Trad. y notas por Mir Puig/Muñoz Conde), Bosch, Barcelona, 1981.

JIMÉNEZ DE ASÚA, Luis, Tratado de Derecho Penal, Tomo III, 4ª ed., Buenos Aires, 1963.

JIMÉNEZ BLANCO, Antonio, Régimen sancionador en materia de seguros y mercado de valores, en: Derecho Administrativo Sancionador, CGPJ, 1993, pp. 197-215.

JIMÉNEZ BLANCO, Gonzalo, El Derecho sancionador del mercado de valores en la jurisprudencia de los Tribunales contencioso- administrativos (1991- 1996), en: RDBB, No. 65, Año XV, 1997.

JIMÉNEZ VILLAREJO, Carlos, De los delitos societarios y contra los consumidores, en: Los delitos societarios y las penas en el Código penal, Boletín del Ilustre Colegio de Abogados de Madrid (BOICAN), No. 1, 1996, pp. 9-33.

JORI TOLOSA, José Luis, Problemática procesal de la protección de los intereses difusos, en: Intereses Difusos y Derecho Penal, CuadDJ, CGPJ, Boix Reig (Dir.), Madrid, 1994.

JORNADA DE POZAS, Luis, Comentario al art. 285, en: Código Penal, Doctrina y Jurisprudencia, Tomo II (artículos 138 a 385), PUMPIDO FERREIRO, Cándido Conde (Dir), Madrid, trivium, 1997, pp. 2990-2995.

JUNGE, Werner, Die neuen Insiderregeln und ihre Durchsetzung, in: Festschrift für Peter Rasich, Köln, 1995, pp. 223-238.

KAISER, Andreas, Die Sanktionierung von Insiderverstößen und das Problem der Kursmanipulation, in: WM, 1997, pp, 1557-1563.

KINDHÄUSER, Urs, Acerca de la legitimidad de los delitos de peligro abstracto en el ámbito del Derecho penal económico, en: Hacia un Derecho Penal Económico Europeo, Jornadas en honor del Prof. Klaus Tiedemann, Madrid, 1995, pp. 441- 452.

KOCH, Philip, Ermittlung und Verfolgung von strafbarem Insiderhandel, 2005.

KOCH, Stefan, Neuerungen im Insiderrecht und der Ad-hoc-Publizität, in: DB (5), 2005, pp. 267-274.

KOHLMANN, Günter, Das Strafrecht – wirksame Waffe gegen den Insiderhandel?, in: Festschrift für Ralf Vieregge, W de G, Berlín, 1995, pp. 443-458.

KOSLOWSKI, Peter, Ética bancaria aplicada a la ética económica del mercado de créditos y capitales, especulación y tráfico de información privilegiada, en: La dimensión ética de las instituciones y mercados financieros, fundación BBV, Madrid, 1995.

KÜBLER, AG, 1977, 85-87.

KUDLICH, Hans/ NOLTENSMEIER, Silke, Die Anordnung des Verfalls bei verbotem Insiderhandel nach § 38 i.V.m § 14 WpHG, in: Wistra, 4, 2007, pp. 121-127.

KÜMPEL, Siegfried, Insiderrecht und Ad hoc-Publizität aus Bankenrecht, in: WM (15), pp. 653-700.

- Zum Begriff der Insidertatsache, in: WM (48), 1994, pp. 2137-2143.

KRAMIS, O, Insiderhandel in Effekten, Zurich, 1978.

KRAUEL, Wolfgang, Insiderhandel, 2000.

KRAAKMAN, Reinier, The Legal Theory of Insider Trading Regulation in the United States, in: European Insider Dealing, von Hopt/ Wymeersch, 1991, pp. 39-54.

KRATZ, Peter, Insiderregelung Schweiz-USA perfekt, Die Bank, 1982, pp. 522-526.

LACERDA DA COSTA PINTO, Frederico de, Delitos económicos y mercados financieros: Abuso de información privilegiada y manipulación del mercado en el nuevo Código Portugués de Valores Mobiliarios de 1999, en: RP, No. 6, 2000, pp. 84-103.

LANDECHO VELASCO, Carlos María/ MOLINA BLÁZQUEZ, Concepción, Derecho Penal Español, Parte General, 7ª ed., tecnos, Madrid, 2004.

- Derecho Penal Español, Parte Especial, Madrid, tecnos, 1996.

LAURENZO COPELLO, Patricia, El resultado en Derecho penal, tirant lo blanch, Valencia, 1992.

LEÓN VILLALBA, Francisco, Acumulación de sanciones penales y administrativas. Sentido y alcance del principio ne bis in idem, Bosch, 1998.

LENENBACH, Markus, Scalping: Insiderdelikt oder Kursmanipulation?, in: ZIP, RWS Verlag, Kommunikationsforum GmbH-Köln, 2003, pp. 243-247.

LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, Jacobo, Información privilegiada en operaciones del mercado de valores, en: III Jornadas Internacionales de Criminología “Delincuencia Económica y Delincuentes de Cuello Blanco”, Facultad de Derecho, Universidad Nacional de Educación a Distancia (UNED), Madrid, 19 – 22 de diciembre, 2006.

- El abuso de información privilegiada, en: *Curso de Derecho Penal Económico*, 2ª ed., BACIGALUPO (Dir.), Marcial Pons, Madrid – Barcelona, 2005, pp. 335- 368.
- El principio: non bis in idem, Cuadernos “Luis Jiménez de Asúa”, No. 19, Madrid, DYKINSON, 2004.
- Derecho Penal, Parte General II. Introducción a la teoría jurídica del delito, Marcial Pons, Madrid, 2002.
- El abuso de información privilegiada, en: *Curso de Derecho Penal Económico*, BACIGALUPO (Dir.), Marcial Pons, Madrid, 1998.
- La participación y los delitos especiales, en: CuadDJ, No. 39, 1994, pp. 135-180.
- El <<insider trading>>, en: ADPCP, 1993, pp. 1031- 1060.

LÓPEZ CABALLERO, Alberto, El problema ético sobre la información privilegiada: la nueva ley alemana, en: ICADE, No. 35, 1995, 93-110; tb. publicado en: Internacionalización de la empresa: un desafío para el 2000: Sevilla, 27-29 septiembre, 1995: VIII Congreso AECA, Vol. 2, 1995, pp. 1085-1106.

- <<Juicio sobre la ética del *insider trading*>>, en: Revista Técnica Económica (Colegio Oficial de Titulares Mercantiles y Empresariales), 1992, pp. 17-24.
- ¿Qué es el insider trading? Juicio sobre su valor ético, en: Razón y Fe, No. 1109, 1991, pp. 301-312.

LÓPEZ GARRIDO, Diego/ GARCÍA ARÁN, Mercedes, El Código penal de 1995 y la voluntad del legislador: comentario al texto y al debate parlamentario, Madrid, 1996.

LÓPEZ LOZANO, Miguel Ángel, La información privilegiada y los mercados de valores, en: LL, No. 5460, 2002, pp. 1867- 1870.

- Información privilegiada en los mercados de valores. Aportaciones de la jurisprudencia de los Estados Unidos, en: Bolsa de Madrid, No. 58, 1997, pp. 38-40.
- Información privilegiada en los mercados de valores. Aportaciones de la jurisprudencia de los Estados Unidos, en: LL, 1997-4, pp. 1364-1369.

LÓPEZ PASCUAL, Joaquín, El uso y tráfico de la información privilegiada en la legislación española: “El insider trading”, en: AF, 1992-I, pp. 199- 204.

LÓPEZ PEREGRÍN, Ma. Carmen, El insider trading o abuso de información privilegiada bursátil, en: APen, 1993, pp. 421- 442.

LOZANO SUÁREZ, Luis Miguel, El principio non bis in idem: colisión entre Derecho penal y Derecho administrativo sancionador, en: RDP, No. 15, lex nova, Valladolid, 2005.

LÜCKER, Volker, Der Straftatbestand des Missbrauchs von Insiderinformationen nach dem Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), 1998.

LUZÓN CÁNOVAS, Alejandro, El resultado en el delito de abuso de información privilegiada, en: Sentencias de TSJ y AP y otros Tribunales núm. 19/2004, Aranzadi, 2005.

LUZÓN CUESTA, José María, Compendio de Derecho Penal. Parte Especial, 13ª ed., 8ª ed., conforme al Código Penal de 1995, Dykinson, Madrid, 2005.

LUZÓN PEÑA, Diego- Manuel, voz “Administración desleal”, en: Diccionario de Derecho Penal Económico, Boix Reig (Dir.), Iustel, Madrid, 2008, pp. 29-68.

- voz “Concurso entre apropiación indebida y administración desleal”, en: Diccionario de Derecho Penal Económico, Boix Reig (Dir.), Iustel, Madrid, 2008, pp. 181-203.
- Función simbólica del Derecho penal y delitos relativos a la manipulación genética, en: Genética y Derecho penal. Previsiones en el Código penal español de 1995, ROMEO CASABONA, Carlos (Ed), fundación BBV, Comares, Granada, 2001; DPCr, Vol. 1, 2001.
- Curso de Derecho Penal, Parte General I, Hispamer, Managua, 1997.
- voz “Tipos de delitos: Clases”, en: EJB, Vol. IV, Madrid, 1995.
- La relación del merecimiento de pena y de la necesidad de pena con la estructura del delito, en: ADPCP, XLVI, 1993.
- La <<determinación objetiva del hecho>>. Observaciones sobre la autoría en los delitos dolosos e imprudentes de resultado, en: EPen, PPU, Barcelona, 1991; DPCir, 2ª ed, 1990; ADPCP, 1989.

- Causalidad e imputación objetiva como categorías distintas dentro del tipo de injusto (Comentario a la Sentencia TS 20-5-1981); en: DPCir, 2ª ed, PPU, Barcelona, 1990; AJ, 1981, VII.
- La pretendida interrupción del nexo causal (Comentario a la Sentencia del TS 12-6-1973, en: DPCir, 2ª ed, PPU, Barcelona, 1990.
- Falta de acción: movimientos reflejos. (Comentario a la Sentencia TS 5-7-1973), en: DPCir, 2ª ed, PPU, Barcelona, 1990; RDCir, 1973.
- Ingerencia, comisión por omisión y omisión de socorro (Comentario a la Sentencia TS 24-4-1974), en: DPCir, 2ª ed, PPU, Barcelona, 1990; RDCir, 1974.
- Relación causal: ¿diversos planos de la causalidad? (Comentarios a la Sentencia TS 18-6-1973), en: DPCir, 2ª ed, PPU, Barcelona, 1990; RDCir, 1973.
- Delitos imprudentes: Cursos causales hipotéticos. La infracción de reglamentos (Comentario a la Sentencia TS 29-1-1974), en: DPCir, 2ª ed, PPU, Barcelona, 1990.
- La participación por omisión en la jurisprudencia reciente del TS, en: PJ, No. 2, 1986.
- Participación por omisión y omisión de impedir delitos, en: LL, 1986-3.
- Concurrencia de culpas y autoría o participación en los delitos imprudentes (Comentario a las Sentencias TS 28-4-1978 y 3-5-1978), en: DPCir, 2ª ed., Barcelona, 1990; RDCir, 1978.
- Autoría e imputación objetiva en el delito imprudente: valoración de las aportaciones causales (Comentario a la Sentencia TS 27-1-1984), en: RDCir, No. 1, 1984.

MANZANARES, José Luis/ CREMADES, Javier, Comentarios al Código Penal, LL-Actualidad, 1996.

MANNE, Henry, Insider Trading and the Stock Markert, Free Press, New York, 1966.

- In Defense of Insider Trading, Harvard Business Review, 1966.

MAPELLI CAFFARENA, Borja, Estudio jurídico- dogmático sobre las llamadas condiciones objetivas de punibilidad, Ministerio de Justicia, Madrid, 1990.

MARCHENA GÓMEZ, Manuel, Delitos relativos al mercado y a los consumidores, en: El nuevo Código Penal y su aplicación a empresas y profesionales. Manual teórico-práctico, Vol. III, Madrid, 2005.

- Propiedad intelectual, industrial y consumidores (De los delitos relativos al mercado y a los consumidores), en: Código penal. Comentarios y Jurisprudencia (Adaptado al Euro), Tomo II, arts. 138 a 639, Granada, 2002, pp. 1877-1899.

MARTÍNEZ- BUJÁN PÉREZ, Carlos, Abuso de información privilegiada en el mercado de valores o de instrumentos negociados (art. 285), en: Derecho Penal. Parte Especial (Vives Antón y otros), tirant lo blanch, Valencia, 2008, pp. 487-491.

- Derecho Penal Económico y de la Empresa, Parte General, 2ª ed., tirant lo blanch, Valencia, 2007.
- Derecho Penal Económico y de la Empresa, Parte Especial, 2ª ed., tirant lo blanch, Valencia, 2005.
- Las reformas penales de la L.O. 15/2003 en el ámbito patrimonial y socioeconómico, en: EPCr, No. XXV, Universidad Santiago de Compostela, 2005.
- La tutela penal de la información societaria dirigida al público en el ámbito del mercado financiero, en: Dogmática y Ley penal. Libro homenaje a Enrique Bacigalupo, Tomo II, Marcial Pons, Madrid, 2004.
- Derecho Penal. Parte Especial, Valencia, tirant lo blanch, 2004.
- Derecho Penal Económico, Valencia, tirant lo blanch, 2002.
- Algunas reflexiones sobre la moderna teoría del “Big Crunch” en la selección de bienes jurídico-penales (especial referencia al ámbito económico), en: LH al Profesor Cerezo Mir, Madrid, 2002.
- Derecho Penal Económico. Parte General, tirant lo blanch, Valencia, 1998.
- Comentario al art. 285, en: Comentarios al Código Penal de 1995, Volumen II (art. 234 a disposiciones finales); VIVEN ANTON, Tomás (Coord), Valencia, tirant lo blanch, 1996.
- Condiciones objetivas de punibilidad y presupuestos de procedibilidad, en: Criminología y Derecho Penal al servicio de la persona; Libro Homenaje al Profesor Antonio Beristain, Donosita-San Sebastián, 1989, pp. 565-574.
- Falsas condiciones objetivas de punibilidad en el Código Penal español, en: Estudios Penales en memoria del Profesor Agustín Fernández- Albor, Universidad Santiago de Compostela, 1989, pp. 481-494.
- Las condiciones objetivas de punibilidad, Edersa, Madrid, 1989.

MARTÍNEZ FLÓREZ, Aurora, Sobre los destinatarios de usar información privilegiada (artículo 81.2 de la ley del mercado de valores española), en: Derecho de Sociedades, Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero, Volumen III, McGraw Hill, Madrid, 2002.

- En torno a la responsabilidad frente a los inversores de quien utiliza información privilegiada en los mercados de valores, en: RDM, No. 217, Madrid, 1995.
- Información privilegiada (Abuso de), en: EJB, Vol. III, Cívitas, Madrid, 1995, pp. 3554- 3561.
- El “Status quaestionis” sobre el “insider trading” en el Derecho Federal de los Estados Unidos, en: RDM, No. 202, Madrid, 1991, pp. 797- 839.

MARTÍN PALLÍN, José Antonio, Uso de información relevante para la cotización en mercado de valores, en: CuadDJ (delitos relativos a la propiedad industrial, al mercado y a los consumidores), CGPJ, No. 14, Madrid, 1997, pp. 145-168.

- Protección penal de los consumidores, en: LL, Tomo III, Ref. D-165, 1996.

MARTOS NÚÑEZ, Juan Antonio, El perjuicio patrimonial en el delito de estafa, Civitas, 1990.

MASSAGUER FUENTES, Los delitos contra el orden socio-económico (I): los delitos relativos a la propiedad industrial, al mercado y a los consumidores, en: RFC, No. 89, 1994.

MATA Y MARTÍN, Ricardo, Bienes jurídicos intermedios y delitos de peligro. Aproximación a los presupuestos de la técnica de peligro para los delitos que protegen bienes jurídicos intermedios (-tutela penal del medio ambiente, delitos económicos, seguridad del tráfico-), Comares, Granada, 1997.

MAURACH, Reinhart/ ZIPF, Heinz, Derecho Penal. Parte General 1, Teoría del derecho penal y estructura del hecho punible (Trad. 7ª ed., BOFILL GENZSCH, Jorge/ AIMONE GIBSON, Enrique), Buenos Aires, 1994.

MAURACH, Reinhart, Tratado de Derecho Penal (Trad. Córdoba Rosa, Juan), Ariel, Barcelona, 1962.

MAYO CALDERÓN, Belén, La tutela de un bien jurídico colectivo por el delito societario de administración fraudulenta. Estudio del art. 295 del Código penal español y propuesta de *lege ferenda*, Comares, Granada, 2005.

MCKINLAY, Craig, El tráfico de información confidencial, en: La dimensión ética de las instituciones y mercados financieros, fundación BBV, Madrid, 1995.

MÉNDEZ RODRÍGUEZ, Cristina, Los delitos de peligro y sus técnicas de tipificación, Madrid, Centro de Estudios Judiciales, 1993.

MENDOZA BUERGO, Blanca, Límites dogmáticos y político-criminales de los delitos de peligro abstracto, Comares, Granada, 2001.

MENNICKE, Petra, Sanktionen gegen Insiderhandel, Dunker & Humbolt, Berlín, 1996.

MERTENS, Hans-Joachim, Insiderproblem und Rechtspolitik (Besprechung von Hopt und Will, Europäisches Insiderrecht), in: ZHR (138), 1974, pp. 269-277.

MESTRE DELGADO, Esteban, El uso de información privilegiada en los mercados de valores, en: Derecho Penal. Parte Especial, LAMARCA PÉREZ (Coord), Madrid, Colex, 2008, pp. 373-379.

- El uso de información privilegiada en los mercados de valores, en: Manual de Derecho Penal, Parte Especial, LAMARCA PÉREZ (Coord), Madrid, Colex, 2001, pp. 356-363.

MIR PUIG, Santiago, Derecho Penal, Parte General, 7ª. ed., Buenos Aires/ Montevideo, ed. B d F, 2004.

- Bien Jurídico y bien jurídico- penal como límites del *ius puniendi*, en: EPCr, No. XIV, 1989-1990.
- El Derecho penal en el Estado social y democrático de derecho, Ariel, Barcelona, 1994.
- Función de la pena y teoría del delito en el Estado social y democrático de Derecho, 2ª ed., Bosch, Barcelona, 1982.
- Introducción a las bases del Derecho Penal, Bosch, Barcelona, 1976.

MINGUELL ELEIZALDE, Begoña, La información privilegiada, en: Instituciones del Mercado Financiero, ALONSO UREBA/ MARTÍNEZ SIMANCAS (dirs.), La Ley Actualidad, 1999, pp. 3965-3998.

MÖLLER, Andreas, Das neue Insiderrecht – Eckpfeiler funktionsfähiger Wertpapiermärkte, in: BFuP, 1994, pp. 99-113.

MOLINA GARCÍA, A, Consideraciones sobre los llamados delitos económicos, en: PJ, No. 9, 1983, pp. 45-50.

MONROY ANTÓN, Antonio, El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores, Dykinson, 2006.

- El bien jurídico protegido en el delito de abuso de información privilegiada, en: RDBB, No. 98, Año XXIV, lex nova, 2005, pp. 35-81.
- Estudio comparado de las diferentes legislaciones sobre el delito de abuso de información privilegiada: La Directiva Comunitaria 2003/6/CE, en: Derecho & Empresa: revista de estudios jurídicos y de empresa, No. 2, 2005, pp. 4-17.

MONTES ÁLVARO, María Ángeles, El delito de información privilegiada y su distinción con otras figuras afines, en: Curso del Consejo Fiscal, 2004, pp. 1214-1254.

MORA DEL RÍO, Francisco José, El “insider trading”, delito con la nueva Bolsa, en: BEE, vol. XLIII, No. 133, abril 1988, pp. 87-99.

MORAL BELLO, Cecilio, Trascendencia de los planteamientos éticos y operativos en los mercados financieros internacionales. Especial referencia a la figura del Insider Trading, en: ICADE, No. 28, 1993, pp. 77-91.

- Problemática del Insider Trading. Trascendencia de los planteamientos éticos y operativa de los mercados internacionales, en: Instituto de Fomento Empresarial, Madrid, 1991.

MORALES PRATS, Fermín, Técnicas de tutela de los intereses difusos, en: Intereses Difusos y Derecho Penal, CuadDJ, CGPJ, Boix Reig (dir.), Madrid, 1994.

MORALEDA MARTÍN-PEÑATO, Manuel, La violación de secretos y el abuso de información reservada por parte de funcionario público: enfoque histórico, en: Revista jurídica de Castilla – La Mancha, No. 37, 2004, pp. 105-134.

MORENO CÁNOVES, Antonio/ RUIZ MARCO, Francisco, Delitos socioeconómicos. Comentarios a los arts. 262, 270 a 310 del nuevo Código penal (concordados y con jurisprudencia), Edijus, Zaragoza, 1996.

MOREDA DE LECEA, Carlos, Insider trading: Una perspectiva ética, en: BEE, 1996, Vol. LI, No. 158, pp. 367-392.

MORILLAS CUEVA, Lorenzo/ PORTILLA CONTRERAS, Guillermo, Los delitos de revelación de secretos, uso de información privilegiada, cohecho impropio y tráfico de influencias (Comentarios a la Ley Orgánica 9/1991, de 22 de marzo), en: Comentarios a la legislación penal, tomo XVI, 1994, pp. 173-244.

MORILLAS CUEVA, Lorenzo, Curso de Derecho Penal español. Parte General, Marcial Pons, Madrid, 1996.

MÜHLBAUER, Tilo, Zur Einordnung des “Scalping” durch Anlageberater als Insiderhandel nach dem WpHG, in: Wistra, 2003, pp. 169-173.

MUÑOZ CONDE, Francisco, Teoría general del delito, 4ª ed., tirant lo blanch, Valencia, 2007.

- Derecho Penal. Parte Especial, 15ª ed., tirant lo blanch, 2004.
- Problemas de autoría y participación en el derecho penal económico, o ¿cómo imputar a título de autores a las personas que sin realizar acciones ejecutivas, deciden la realización de un delito en el ámbito de la delincuencia económica empresarial?, en: RP, No. 9, enero 2002.
- Protección de bienes jurídicos como límite constitucional del Derecho penal, en: El Nuevo Derecho Penal español. Estudios Penales en Memoria del Profesor José Manuel Valle Muñiz, QUINTERO OLIVARES/MORALES PRATS (Coord), Aranzadi, Pamplona, 2001.

- Introducción al Derecho Penal, 2ª ed., BdeF, Buenos Aires, 2001.
- Violación de secretos: uso indebido de información privilegiada, Instituto Andaluz de Administración Pública, Sevilla, 1998.
- Cuestiones dogmáticas básicas en los delitos económicos, en: RP, No. 1, 1997, pp. 67-76.
- Los nuevos delitos de tráfico de influencias, revelación de secretos e informaciones y uso indebido de información privilegiada, apéndice a la 8ª ed. del Derecho Penal. Parte Especial, Valencia, 1991.
- El error en Derecho penal, tirant lo blanch, Valencia, 1989.
- Traducción e introducción a la obra “Política criminal y sistema del Derecho penal” de Claus Roxin, Bosch, Barcelona, 1972.

MUÑOZ CONDE, Francisco/GARCÍA ARÁN, Mercedes, DP PG, 6ª ed., Valencia, tirant lo blanch, 2004.

MUÑOZ CONDE, Francisco/CUADRADO RUIZ, María Ángeles, voz “ley penal en blanco”, en: EPB, Comares, Granada, 2002, pp. 893-895.

MUÑOZ LORENTE, José, La nueva configuración del principio *non bis in idem*, Cuadernos profesionales de gestión ambiental, BATANCOR RODRÍGUEZ (Dir), Madrid, ECOIURIS, 2001.

NOVOA MONREAL, Eduardo, Reflexiones para la determinación del delito económico, en: ADPCP, 1982, pp. 43-76.

OBERENDER, Peter/ DAUMANN, Frank, Verbot von Insidergeschäften im Börsenhandel? Eine ordnungstheoretische Analyse, ORDO, Band 43, pp. 255-265.

OCTAVIO DE TOLEDO Y UBIETO, Emilio, Sobre autoría, participación, tentativa, peligro e imprudencia, en: LL, No. 5922, 2003.

- La autoría conforme al Código Penal, en: LL, 2000-2.
- Función y límite del principio de exclusiva protección de bienes jurídicos, en: ADPCP, XLIII, 1990, pp. 5-28.
- DP PG. Teoría jurídica del delito, 2ª ed., Madrid, 1986.
- Sobre el concepto del Derecho Penal, Universidad Complutense, 1981.

OLAIZOLA NOGALES, Inés, El delito de cohecho, tirant lo blanch, 1999.

OLIVA GARCÍA, Horacio, Información privilegiada y Derecho Penal, en: El País, 16 de diciembre de 2002.

OLIVER ALFONSO, María Dolores, Aspectos financieros y legales del Insider Trading, en: AF (LL), No. 35, 1990-II, pp. 2172-2185.

ORTS BERENGUER, Enrique/ GONZÁLEZ CUSSAC, José Luis, *Compendio de Derecho penal. Parte General y Parte Especial*, Valencia, Tirant lo Blanch, 2004.

ORTEGO COSTALES, José, Bien jurídico: lesión y peligro, en: Estudios penales. Libro homenaje al Prof. José Antón Oneca, Salamanca, 1982.

OTTO, Harro, Der Missbrauch von Insider-Informationen als abstraktes Gefährdungsdelikt (El abuso de información privilegiada como delito de peligro abstracto, trad. FEIJOO SÁNCHEZ, Bernardo), en: Hacia un Derecho Penal Económico Europeo, Jornadas en honor del Prof. Klaus Tiedemann, Madrid, 1995, pp. 453- 468.

- Der Missbrauch von Insider-Informationen als abstraktes Gefährdungsdelikt, in: Bausteine des europäischen Wirtschaftsstrafrechts, Madrid-Symposium für Klaus Tiedemann, Köln, 1994, pp. 447-462.
- Strafrechtliche Aspekte des <<insider- dealing>>, in: Recht der Unternehmen in Europa, 1993.

PAREDES CASTAÑÓN, José Manuel, ¿Al otro lado del discurso jurídico penal? Sobre las bases político-criminales de <<modernización>> del Derecho penal, en: RDPCr, No. 17, 2006.

- Los delitos de peligro como técnica de incriminación en el Derecho penal económico: bases político-criminales, en: RDPCr, No. 11, 2003, pp. 95-164.

PARK, Tido, Kapitalmarktstrafrecht und Anlegerschutz, in: NStZ, 2007, pp. 369-377.

- Kapitalmarktstrafrechtliche Neuerungen des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes, in: BB, 2003, pp. 1513-1517.
- Börsenstrafrechtliche Risiken für Vorstandsmitglieder von börsennotierten Aktiengesellschaften, in: BB (41), 2001, pp. 2069-2076.

PAWLIK, Christian, Verbot von Insidergeschäften (§ 14), in: Kölner Kommentare zum Unternehmens und Gesellschaftsrecht, Kölner Kommentar zum WpHG, Carl Heymanns Verlag, Köln-Berlin-München, 2007, pp. 396-428.

PAZ RUBIO, José María, El tráfico de influencias y la información privilegiada, en: CuadDJ, La Nueva delincuencia II, No. 25, 1993, pp. 98-188.

PEDRAZZI, Cesare, El bien jurídico en los delitos económicos (trad. Richart Rodríguez, Aurelia Asunción), en: La Reforma Penal: Delitos socio-económicos, Universidad de Madrid, 1985.

PELTZER, Martin, Die neue Insiderregelung im Entwurf des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes, in: ZIP (9), 1994, pp. 746.

PÉREZ MANZANO, Mercedes, Reflexiones sobre el derecho fundamental a no padecer bis in idem al hilo de la STC 2/2003, de 16 de enero, en: LL, No. 5802, 2003.

- La prohibición constitucional de incurrir en bis in idem, Valencia, Tirant lo Blanch, 2002.

PETERSEN, Harald, Die Strafbarkeit des “Scalping”, in: Wistra (9), 1999, 328-333.

PIZARRO BELEZA, Teresa, La estructura de la autoría en los delitos consistentes en la infracción de un deber: ¿titularidad *versus* dominio del hecho?, en: Fundamentos de un sistema europeo del Derecho Pena, LH Roxin, Barcelona, 1995, pp. 337- 354.

PFISTER, Bernhard, Stand der Insiderdiskussionen, in: ZGR (2), 1981, pp. 318-347.

PRAT RODRIGO, Margarita, El uso ilegal de información privilegiada en las ofertas públicas de adquisición de acciones (EE.UU. 1933 – 1988), Bilbao, 1990.

PRIETO DEL PINO, Ana María, Uso de información privilegiada en el mercado de valores, en: Boletín de Información del Ministerio de Justicia (Ejemplar dedicado a: la armonización del derecho penal español: una evaluación legislativa), Año 60, No. 2015, 2006, pp. 168-180.

- El Derecho penal ante el uso de información privilegiada en el mercado de valores, Aranzadi, 2004.

POLAINO NAVARRETE, Miguel, voz “Bien jurídico”, en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, LUZÓN PEÑA (dir), Comares, Granada, 2002, pp. 183-190.

- DP PG, T. I, Fundamentos científicos del Derecho penal, Bosch, Barcelona, 1996.
- El bien jurídico en el Derecho penal, Sevilla, 1974.

PORTILLA CONTRERAS, Guillermo, La participación omisiva en delitos de resultado y simple actividad, en: El nuevo Código Penal: presupuestos y fundamentos (Libro homenaje al Prof. Dr. D. Ángel Torío López, Comares, Granada, 1999, pp. 439-481.

- Principio de intervención mínima y bienes jurídicos colectivos, en: CPC, No. 39, 1989.

PUENTE ABA, Luz María/ PERNAS GARCÍA, Juan José, La represión de los ilícitos penales y administrativos en el mercado de valores: el abuso de la información privilegiada, en: Anuario euro-peruano de derecho del comercio, No. 1, 2004, pp. 345-370.

PUIG PEÑA, Federico, Derecho Penal (Parte General), 7ª ed., 1988.

QUERALT JIMÉNEZ, Joan, Derecho Penal Español, Parte Especial, 5ª. ed., Barcelona, 2008.

- Derecho Penal Español, Parte Especial, 4ª. ed., Barcelona, 2002.

QUINTANAR DÍEZ, Manuel, Un concreto aspecto del llamado Derecho Penal Económico: los delitos bursátiles, Madrid, 2006.

- Análisis de la naturaleza jurídica y del objeto material del tipo de injusto del artículo 285 del Código Penal (Delito de Abuso de Información Privilegiada), en: CPC, No. 88, 2006, pp. 155-189.

QUINTANO RIPOLLÉS, Antonio, voz “Delito formal”, en: NEJ, 1975, t. VI, pp. 586-588.

- voz “Delito de peligro”, en: NEJ, 1975, t. VI, pp. 481-483.
- voz “Delito de lesión”, en: NEJ, 1975, t. VI, pp. 477-478.
- voz “Delito de comisión por omisión”, en: NEJ, 1975, t. VI, pp. 469- 475.
- Curso de Derecho Penal, t. I, Madrid, 1963.

QUINTERO OLIVARES (Dir.)/ MORALES PRATS (Coord.), Comentarios a la Parte Especial del Derecho penal, 3ª. ed., Pamplona, Aranzadi, 2002.

QUINTERO OLIVARES (Dir.)/ MORALES PRATS (Coord.), Comentarios al Código Penal, 3ª. ed., Pamplona, Aranzadi, 2004.

QUINTERO OLIVARES, Gonzalo, Tutela de mercado y de consumidores. Información financiera. Adaptaciones posibles del código español, en: Boletín de Información del Ministerio de Justicia (Ejemplar dedicado a: la armonización del derecho penal español: una evaluación legislativa), Año 60, No. 2015, 2006, pp. 181-192.

- La Unidad europea y la tutela penal del mercado y de los intereses de los ciudadanos, en: EPCr, No. XXV, Universidad Santiago de Compostela, 2005.
- Manual de Derecho Penal, Parte General, 3ª ed., Aranzadi, Pamplona, 2002.
- Los delitos especiales y la teoría de la participación en el Derecho Penal Español, CYMYS, Barcelona, 1974.

RANSIEK, Andreas, Zur prozessualen Durchsetzung des Insiderstrafrechts, in: DZWir, 1995, pp. 53-58.

REAÑO PESCHIERA, José Leandro, La criminalización de las operaciones bursátiles con información privilegiada: el delito de insider trading, en: sitio web.

REYNA ALFARO, Luis Miguel, La protección penal del mercado de valores en el Perú, en: Boletín jurídico de la Universidad Europea de Madrid, No. 4, 2001.

- La utilización abusiva de información privilegiada en el Derecho penal. Análisis del tipo de injusto, en: Cátedra IV, No. 6, 2000.

RIVACOBIA Y RIVACOBIA, Manuel de, Los llamados delitos socio-económicos en los códigos penales y en los proyectos iberoamericanos y en la propuesta de anteproyecto español de nuevo código penal, en: La reforma penal: delitos socio-económicos, Universidad de Madrid, Madrid, 1985.

RÜMKER, Dietrich, Zur Auslegung der Insiderhandels-Richtlinien, in: BB, 1972, pp. 1208- 1211.

ROBLES PLANAS, Ricardo, Garantes y cómplices. La intervención por omisión y en los delitos especiales, Atelier, Barcelona, 2007.

- La participación en el delito: fundamento y límites, Marcial Pons, Madrid-Barcelona, 2003.

ROBLEDO VILLAR, Antonio, Delitos contra el patrimonio y el orden socioeconómico. Comentarios a los artículos 234 a 289 del Nuevo Código Penal, Bosch, Barcelona, 1997.

RODRÍGUEZ DEVESA, José María/ SERRANO GÓMEZ, Alfonso, Derecho Penal Español. Parte General, 18ª ed., Dykinson, Madrid, 1995.

RODRÍGUEZ DEVESA, José María, DPE PE, 11ª ed., revisada y puesta al día por Alfonso Serrano Gómez, Dykinson, Madrid, 1988.

- Consideraciones generales sobre los delitos contra la propiedad, en: ADPCP, 1960.

RODRÍGUEZ MONTAÑÉS, Teresa, Información privilegiada y mercado de valores, en: El País, jueves 28 de noviembre de 1996.

- Acerca del momento consumativo en la estafa y del concepto de perjuicio patrimonial (Comentario a la STS 17 marzo 1995, A 2029, Pte: Excmo. Sr. D. Cándido Conde-Pumpido Ferreiro), en: PJ, No. 39, 1995, pp. 525-541.
- Delitos de peligro, dolo e imprudencia, Madrid, 1994.

RODRÍGUEZ MOURULLO, Gonzalo, 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, 2007, pp. 595-613.

- La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores ante el Derecho penal, en: Nuevas formas de delincuencia, PJ, núm. especial IX, Madrid, 1988, pp. 237- 250.
- Derecho Penal. Parte General, Civitas, Madrid, 1978.

RODRÍGUEZ MOURULLO, Gonzalo/CÓRDOBA RODA, Juan, Comentarios al Código Penal, t. I (arts. 1-22), Ariel, 1972.

RODRÍGUEZ RAMOS, Luis, Código Penal. Comentado y con jurisprudencia, LL, Madrid, 2005.

- Protección penal del Mercado Financiero, en: Lecciones de Derecho Bancario y Bursátil, ZUNZUNEGUI PASTOR (coord.), Colex, 2001, pp. 533-542.
- Tipos penales en blanco y elementos normativos de remisión a normas autonómicas, en: Derechos civiles de España, Vol. 9, 2000, pp. 5387-5394.
- Delito relativos a la propiedad intelectual, en: Derecho Penal, Parte Especial III, Madrid, SPFD, 1999.

ROSA CORTINA, José Miguel de la, El nuevo tratamiento penal de la participación del *extraneus* en delitos especiales, en: LL, No. 6297, 2005.

ROSO CAÑADILLAS, Raquel, Comentario al art. 359 CP, en: Comentarios Código Penal. Segunda Época, Libro II: Título XVII, de los delitos contra la seguridad colectiva (arts. 359 al 385), Cobo del Rosal, Manuel (dir.), t. XI, Cesej, Madrid, 2008, pp. 39-89.

Von ROSEN, Rüdiger, Insider – Regeln – Gegenwart und Zukunft, in: ZKW, 1989, pp. 658-664.

RODRÍGUEZ MOURULLO, Gonzalo, DP PG, 1978, Civitas, Madrid, 1978.

ROTH, Günter, Verbot des Insiderhandels, in: AG, 1978, pp. 113-117.

ROXIN, Claus, Strafrecht, Allgemeiner Teil. Band I. Grundlagen – Der Aufbau der Verbrechenslehre, 4. Auflage, Verlag C.H Beck, München, 2006.

- Täterschaft und Tatherrschaft, Achte Auflage, WdeG, 2006.
- Autoría y dominio del hecho en Derecho penal, 7ª ed., traducido por Cuello Contreras/ Serrano González de Murillo, Marcial Pons, Madrid-Barcelona, 2000.
- Derecho Penal. Parte General, I, traduc. y notas de Luzón Peña, Díaz y García Conlledo y De Vicente Remesal, Madrid, Civitas, 1997.
- Problemas básicos del Derecho penal (Trad. Luzón Peña), Reus, Madrid, 1976.
- Política criminal y sistema del Derecho penal, (Trad. Muñoz Conde), Barcelona, 1972.

RUBIO DE CASAS, María Gracia, Información privilegiada y mercado de valores, en: El País, jueves 28 de noviembre de 1996.

RUBIO LARA, Pedro Ángel, Parte especial del Derecho penal económico español (una aproximación al estado de la cuestión en la doctrina y jurisprudencia españolas), Dykinson, Madrid, 2006.

RUDOLPH, Bernd, Betriebswirtschaftliche Beurteilung des Insiderhandelsverbots, in: BFuP, 1994, pp. 114-123.

RUDOLPHI, Hans- Joachim, Die verschiedenen Aspekte des Rechtgubegriffs, en: Fs-Richard Höning, 1970. (Traducido por Enrique Bacigalupo Zapater: Los diferentes aspectos del concepto de bien jurídico, en: Nuevo Pensamiento Penal, No. 4, 1975).

RUIZ BACHS, Salvador, Responsabilidad frente a los inversores por el no uso de información privada, confidencial o privilegiada, en: LL, No. 5991, 2004.

RUIZ RODRÍGUEZ, Luis Ramón, Comentario al art. 285, en: ARROYO ZAPATERO, Luis/ BERDUGO GÓMEZ DE LA TORRE, Ignacio/ FERRÉ OLIVÉ, Juan Carlos/ GARCÍA RIVAS, Nicolás/ SERRANO PIEDECASAS, José Ramón/ TERRADILLOS BASOCO, Juan María (dirs.), Comentarios al Código Penal, Iustel, Madrid, 2007, pp. 632-634.

- Protección penal del mercado de valores. Recientes influencias de la jurisdicción administrativa, en: Sistema penal de protección del mercado y de los consumidores. Actas del II Seminario Internacional de Derecho penal económico, tirant lo blanch, Valencia, 2002, pp. 115-155.
- El delito bursátil a la luz de la Ley 37/ 1998, de Reforma del Mercado de Valores, en: El Nuevo Derecho penal español. Estudios penales en memoria del Profesor José Manuel Valle Muñiz, QUINTERO OLIVARES/ MORALES PRATS (Coord), Aranzadi, Pamplona, 2001.
- Protección penal del mercado de valores (Infidelidades en la gestión de patrimonios), tirant lo blanch, Valencia, 1997.

RUIZ VADILLO, Enrique, Algunas consideraciones sobre los delitos económicos (La sociedad ante las nuevas formas de delincuencia), en: RGLJ, 94 (6), 1987, pp. 829-856.

SAINZ CANTERO, José, Lecciones de Derecho penal, Parte General, 3ª ed., Bosch, 1990.

SALA I ANDRÉS, Ana María, La regulación de las “murallas chinas”: una técnica de prevención de conflictos de interés en el mercado de valores español, en: RDBB, No. 81, Año XX, lex nova, 2001, pp. 49-83.

SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal, Política criminal e *insider trading*, en: El País, jueves 28 de noviembre de 1996.

SÁNCHEZ CALERO, Fernando, Delitos bursátiles, en: Nuevas formas de delincuencia, PJ, núm. especial IX, Madrid, 1988, pp. 251- 264.

SÁNCHEZ- CALERO GUILARTE, Juan, Aportaciones recientes de los tribunales belgas en materia de delitos de iniciados, en: RDBB, No. 63, Año XV, 1996, pp. 840-842.

- En torno al concepto de información privilegiada en los mercados de valores: una reciente aportación de la Corte de Casación francesa, en: RDBB, No. 60, 1995, pp. 1157-1159.
- Propuesta de Directiva sobre operaciones de iniciados, en: RDBB, No. 27, Año VII, 1987, pp. 669-670.
- Problemas que plantea la utilización de información privilegiada por los “insiders” en EEUU, en: RDBB, No. 20, Año V, 1985, pp. 932-933.

SÁNCHEZ GUILARTE, Juan/ TAPIA HERMIDA, Alberto, En torno a la propuesta de Directiva sobre operaciones de iniciados, en: Noticias/ C.E.E., No. 40, Año IV, 1988, pp. 113-118.

- El abuso de información privilegiada (“insider trading”) y operaciones de iniciados), en: RDBB, No. 28, 1987, pp. 751- 789.

SÁNCHEZ- CALERO GUILARTE, Miguel, Modificación de la ley de mercado de valores en materia de <<insider trading>>, en: RDBB, No. 41, Año, XI, 1991., pp. 242-243.

- La obligación de hacer pública la fuente de información en las investigaciones sobre “insider dealing”, en: RDBB, No. 29, 1988, pp. 232-233.

SÁNCHEZ MELGAR, Julián, Código Penal. Comentarios y jurisprudencia, 2ª ed., sepín, Madrid, 2006.

SÁNCHEZ-VERA GÓMEZ-TRELLES, Javier, Delito de infracción de deber y participación delictiva, Marcial Pons, Madrid-Barcelona, 2002.

- Pflichtdelikt und Beteiligung, Zugleich ein Beitrag zur Einheitlichkeit der Zurechnung bei Tun und Unterlassen, Berlín, 1999.

SANZ MORÁN, Ángel José, Concurso de delitos. Criterios y problemas, en: Jornadas sobre el nuevo Código penal, 1998, pp. 79-86.

- El concurso de delitos. Aspectos de política legislativa, Valladolid, 1986.

SANGIOVANNI, Valerio, Das neue italienische Insiderrecht, in: ZStW, 112, 2000, pp. 905-919.

- Insiderhandel und Kursmanipulation: Verfahrensrechtliche Besonderheiten im neuen italienischen Recht, in: Wistra, 2000, pp. 171-176.

SANTANA VEGA, Dulce María, La protección penal de los bienes jurídicos colectivos, Dykinson, Madrid, 2000.

SEMINARA, Sergio, El nuevo delito de insider trading en el ordenamiento jurídico Italiano (Trad. de VALEIJE ÁLVAREZ, Inma y FARALDO CABANA, Patricia), en: I

Congreso hispano-italiano de Derecho penal económico (Dir. MARTÍNEZ- BUJÁN PÉREZ, Carlos), Universidade Da Coruña, 1998, pp. 141-158.

- Aspectos problemáticos en materia de “insider trading”, en: Hacia un Derecho Penal Económico Europeo, Jornadas en honor del Prof. Klaus Tiedemann, Madrid, 1995, pp. 523- 542.
- Kritische Anmerkungen zum Straftatbestand des Insider-Handels in Italien, in: Bausteine des europäischen Wirtschaftsstrafrechts, Madrid- Symposium für Klaus Tiedemann, Herausgegeben von Bernd Schünemann/ Carlos Suárez González, München, 1994, pp. 429-445.

SCHMIDT, Petra, Insider Trading, Ludwigsburg, Berlin, 1995.

SCHNEIDER, Dieter, Wider Insiderhandelsverbot und die Informationseffizienz des Kapitalmarkts, in: DB, 1993, pp. 1429-1435.

SCHNEIDER, Uwe/ BURGARD, Ulrich, Scalping als Insiderstraftat, in: ZIP (10), 1999, pp. 381-380.

SCHNEIDER, Ingo, Unternehmenserwerb mit Informationen aus einer Due Diligence kein strafbarer Insiderhandel, in: DB (49), 2005, pp. 2678-2681.

SCHRÖDER, Christian, Strafbares Insiderhandeln von Organvertretern einer AG nach geltendem und neuem Recht, in: NJW (44), 1994, pp. 2879-2880.

SCHÖDERMEIER, Martin/WALLACH, Edgard, Die Insider- Richtlinie der Europäischen Gemeinschaft, in: EuZW, 1990, pp. 122-126.

SCHUBARTH, Martin, Die Insider-Problematik aus strafrechtlicher Sicht, in: NZZ Nr. 124 vom 2 Juni, 1982.

SCHÜNEMANN, Bernd, Das Rechtsgüterschutzprinzip als Fluchtpunkt der verfassungsrechtlichen Grenzen der Straftatbestände und ihrer Interpretation, in: Die Rechtsgutstheorie (Legitimationsbasis des Strafrechts oder dogmatisches Glasperlenspiel?), Nomos, Baden-Baden, 2003, pp. 133-154.

- Presentación al libro de Luis Gracia Martín “Prolegómenos para la lucha por la modernización y expansión del Derecho penal y para la crítica del discurso de resistencia”, tirant lo blanch, Valencia, 2003.
- Die Theorie vom Schutz des Rechtsgutes als Grundlage des Strafrechts in Zeiten der Globalisierung.
- ¿Ofrece la reforma del Derecho penal económico alemán un modelo o un escarmiento?, en: Jornadas sobre la reforma del Derecho penal en Alemania, CuadDJ, CGPJ, Madrid, 1991.
- Cuestiones básicas de dogmática jurídico-penal y de política criminal acerca de la criminalidad de la empresa, en: ADPCP, 1988.

- Moderne Tendenzen in der Dogmatik der Fahrlässigkeits- und Gefährdungsdelikte, en: JA, 1975, 435 ss, 787 ss.

SERRANO GÓMEZ, Alfonso/ SERRANO MAÍLLO, Alfonso, Derecho Penal. Parte Especial, 11ª ed., Dykinson, Madrid, 2006.

SERRANO GÓMEZ, Alfonso, Derecho Penal, Parte Especial, 8ª edición, Madrid, DYKINSON, 2003.

- Derecho Penal. Parte Especial II, Delitos contra el patrimonio, Madrid, DYKINSON, 1996.
- Responsabilidad penal de Administradores de sociedades y auditores de cuentas, en: APen, 1993, 2, pp. 387 ss.

SIEBEL, Ulf, Der Sekundär-Insider, in: Festschrift für Johannes Semler, Berlin - New York, 1993, pp. 955-975.

SILVA SÁNCHEZ, Jesús María, La expansión del Derecho penal. Aspecto de la política criminal en las sociedades postindustriales, 2ª ed., Civitas, Madrid, 2001.

- Aproximación al Derecho penal contemporáneo, Barcelona, Bosch, 1992.

SOESTERS, Frank, Die Insiderhandelsverbote des Wertpapierhandelsgesetzes, 2002.

SOTO NIETO, Francisco, Infracciones administrativa y penal relativas a un mismo hecho. Principio non bis in idem, en: LL, No. 5952, 2004.

- Participación del *extraneus* en los delitos especiales, en: LL, 2000-1.
- Inducción en el delito especial propio (delito fiscal), en: LL, No. 5866, 2003.

SOTO NAVARRO, Susana, La protección penal de los bienes colectivos en la sociedad moderna, Comares, Granada, 2003.

SUÁREZ GONZÁLEZ, Carlos, Abuso de información privilegiada, en: Compendio de Derecho Penal (Parte Especial), Volumen II, BAJO FERNÁNDEZ, Miguel *et al*, Colección Ceura, Ramón Areces, Madrid, 1998, pp. 551- 556.

- Comentario al art. 285 CP, en: Comentarios al Código Penal, RODRÍGUEZ MOURULLO, Gonzalo (Dir), Madrid, Civitas, 1997, pp. 822 ss.
- Difusión de noticias falsas, empleo de violencia, amenaza o engaño, o utilización de información privilegiada para alterar los precios del mercado, en: CuadDJ (Ejemplar dedicado a: Delitos relativos a la propiedad industrial, al mercado y a los consumidores), No. 14, 1997, pp. 11-34.

SUÁREZ- MIRA RODRÍGUEZ, Carlos/ JUDEL PRIETO, Ángel/ PIÑOL RODRÍGUEZ, José Ramón, Manual de Derecho Penal. Tomo I, Parte General, 2ª ed., Thomson, Madrid, 2004.

SUAY HERNÁNDEZ, Blanca Celia, Los elementos normativos y el error, en: ADPCP, 1991, pp. 97-141.

STAMPA BRAUN, José María, Los delitos económicos y la economía de mercado, en: Papeles de Economía española, No.10, 1982, pp. 260-272.

STAMPA BRAUN, José María/ BACIGALUPO, Enrique, La reforma del Derecho penal económico español: Informe sobre el Título VIII del Proyecto de Código Penal de 1980, en: Instituto de Estudios Económicos, 1980.

STAMPA BRAUN, José María/ BACIGALUPO, Enrique, La reforma del Derecho penal económico español, en: Revista Jurídica de Catalunya, Vol. 79, No. 1, 1980, pp. 143-166.

Conferencias sobre el Proyecto de Código Penal (1980), El proyecto de Código penal, en: Revista Jurídica de Catalunya, Año. 79, núm. extra.

STRATENWERTH, Günter, La criminalización de los delitos contra bienes jurídicos colectivos, en: Hefendehl, Roland (ed.), La teoría del bien jurídico. ¿Fundamento de legitimación del Derecho penal o juego de abalorios dogmático?, Marcial Pons, Madrid, 2007, pp. 365-372.

- DP PG I. El hecho punible (Trad. Cancio Meliá/ Sancinetti), civitas, Pamplona, 2005.
- Zum Straftatbestand des Missbrauchs von Insiderinformationen, in: Festschrift für Frank Vischer, Zurich, 1983, pp. 667-676.

STEBUT, Dietrich von, Gesetzliche Vorschriften gegen den Missbrauch von Insiderinformationen, in: DB, 1974, pp. 613-619.

SÜßMANN, Rainer, Insiderhandel-Erfahrungen aus der Sicht des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel, in: AG, 1997, pp. 63-65.

TAPIA HERMIDA, Alberto Javier, Abuso de Mercado: desarrollo de la Ley de Mercado de Valores por el Real Decreto 1333/2005, en: RDBB, No. 101, Año XXV, 2006, pp. 229-233.

- La Directiva 2003/6/CE sobre el abuso de Mercado, en: RDBB, No. 91, Año XXII, lex nova, 2003, pp. 332-336.
- La ley italiana de 17 de mayo de 1991 relativa al abuso de información privilegiada, en: RDBB, No. 44, Año XI, 1991, pp. 1182-1186.
- Proyecto de ley estadounidense sobre cooperación internacional en materia de mercadote valores, en: RDBB, No. 42, Año XI, 1991, pp. 495-497.

- Reglamento de la Comisión de Operaciones bursátiles francesa sobre la utilización de información privilegiada, en: RDBB, núm. 41, 1991.
- Las potestades de las autoridades supervisoras de los Mercados de Valores en relación con el Insider Trading: el caso de “Securities and Investment Borrada” británico. Referencia a la CNMV española, en: RDBB, núm. 39, 1990.
- Documento de la “División de Servicios Financieros” del Departamento de Comercio e Industria Británico sobre la adaptación de la Directiva relativa al “insider trading”, en: RDBB, núm. 40, 1990.
- Actuaciones recientes de la COB francesa acerca del “insider trading”, en: RDBB, No. 35, Año IX, 1989, pp. 654-655.
- Nueva ley en Holanda sobre el abuso de informaciones bursátiles privilegiadas, en: RDBB, No. 34, Año IX, 1989, pp. 442.
- Responsabilidad civil de los intermediarios en los Estados Unidos por defectos en su separación informativa interna (“insider trading” y “muralla china”), en: RDBB, No. 33, Año IX, 1989, pp. 205-206.
- Investigaciones recientes sobre abusos de información privilegiada en el Reino Unido, en: RDBB, No. 32, Año VIII, 1988, pp. 941-942.
- Nuevas reglas sobre el abuso de información privilegiada en la bolsa de Viena, en: RDBB, No. 30, Año VIII, 1988, pp. 462-463.
- Responsabilidad de los intermediarios financieros en los Estados Unidos, en: RDBB, No. 29, Año VIII, 1988, pp. 237-238.
- La protección del inversor en el marco de la Financial Services Act británica, en: RDBB, No. 27, 1987.
- La utilización abusiva en Francia de informaciones confidenciales en el mercado bursátil (Noticias), en: RDBB, No. 12, Año III, 1983, pp. 922- 923.

TAPIA TORRES, Mikel, Market maker informado: una aproximación al problema de insider trading, en: Documentos de Trabajo (Universidad del País Vasco. Facultad de Ciencias Económicas), No. 16, Bilbao, 1994.

TERRADILLOS BASOCO, Juan/ ACALE SÁNCHEZ, María, Temas de Derecho Penal Económico, III Encuentro Hispano- Italiano de Derecho Penal Económico, Trotta, Madrid, 2004.

TERRADILLOS BASOCO, Juan María, La protección penal del inversor, en: Protección penal del consumidor en la Unión Europea, GARCÍA RIVAS (coord.), 2005, pp. 133- 156.

- Empresa y Derecho Penal, Ad Hoc, Buenos Aires, 2001.
- Peligro abstracto y garantías penales, en: El nuevo Derecho penal español: estudios penales en memoria del Profesor José Manuel Valle Muñiz, 2001.
- Protección penal del mercado financiero, en: I Congreso Hispano- Italiano de Derecho penal económico, MARTÍNEZ- BUJÁN PÉREZ (dir), Universidade da Coruña, 1998, pp. 159-182.
- Derecho penal de la empresa, Trotta, Madrid, 1995.
- Función simbólica y objeto de protección del Derecho Penal, en: Pena y Estado, No. 1, 1991, pp.
- La satisfacción de necesidades como criterio de determinación del objeto de tutela penal, en: RFDUC, No. 63, 1981.

TIEDEMANN, Klaus, Wirtschaftsstrafrecht, Besonderer Teil, mit wichtigen Gesetzes- und Verordnungstexten, Carl Heymanns Verlag, Köln-Berlin-München, 2006, pp. 163-165.

- La ley penal en blanco: concepto y cuestiones conexas, en: RCP, Vol. 1, No. 2, 1998, pp. 515-541.
- Lecciones de Derecho Penal Económico (comunitario, español, alemán), PPU, Barcelona, 1993.
- Concepto de Derecho Económico, de Derecho Penal Económico y de Delito Económico, en: CPC, No. 28, 1986, pp. 65-74.
- Poder Económico y Delito, Ariel, Barcelona, 1985, 36 ss.

TIPPACH, Stefan, Das Insider-Handelsverbot und die Rechtspflichten der Banken, in: EuZW, 1998, pp. 593 ss.

TRAPERO BARREALES, María A., La participación omisiva en el delito de abusos sexuales: ¿la guarda de hecho como posible fundamento de la posición de garante? Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo de 9 de octubre de 2000, en: Anuario de la Facultad de Derecho de Ourense, No. 1, 2003, pp. 449-476.

TRAYTER JIMÉNEZ, Juan Manuel, Sanción penal- sanción administrativa: el principio <<non bis in idem>> en la jurisprudencia, en: PJ, No. 22, CGPJ, 1991.

TORÍO LÓPEZ, Ángel, Reflexiones sobre la protección penal de los consumidores, en: Estudios sobre el Derecho de consumo, 2ª ed., Bilbao, 1994.

- Los delitos de peligro hipotético, en: ADPCP, 1981, pp. 825-847.

- El error evitable de prohibición en el proyecto de Código penal. Indicaciones de política legislativa sobre la teoría de la culpabilidad, en: La reforma penal y penitenciaria, Santiago de Compostela, 1980.

TORRES FERNANDEZ, María Elena, De nuevo sobre el principio non bis in idem en la jurisprudencia constitucional, en: LL, No. 5824, 2003.

TRILLO NAVARRO, Jesús Pórfilo, El *extraneus* y el nuevo artículo 65.3 del Código Penal, en: LL, No. 6217, 2005.

ULMER, Peter, Rechtspolitische Probleme des Insiderhandels, in: JZ, 1975, pp. 625-628.

ULSENHEIMER, Klaus, Zur Strafbarkeit des Missbrauchs von Insiderinformationen, in: NJW, 1975, pp. 1999-2005.

VALENZUELA GARACH, Fernando, La información en la sociedad anónima y el mercado de valores, Estudios de Derecho Mercantil, Civitas, Madrid, 1993.

VALENZUELA GARACH, Fernando/ PEINADO GRACIA, Juan Ignacio, La utilización abusiva de informaciones confidenciales y privilegiadas en los mercados de valores. Especial consideración de las disciplinas CEE y española, en: Noticias/ C.E.E., No. 81, Año II, 1991, pp. 11- 47.

VALLE MUÑIZ, José Manuel *et al*, Comentario al art. 285, en: Comentarios a la Parte Especial del Derecho Penal, QUINTERO OLIVARES, Gonzalo (Dir)/ MORALES PRATS, Fermín (Coord), 2ª edición, revisada, ampliada y puesta al día, Pamplona, Aranzadi, 1999.

- Tipicidad y atipicidad de las conductas omisivas en el delito de estafa, en: ADPCP, 1986.

VALLE MUÑIZ, José Manuel/ MORALES PRATS, Fermín, Comentarios al art. 285, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), Comentarios a la parte especial del Derecho penal, 5ª ed., Aranzadi, Pamplona, 2005.

VALLE MUÑIZ, José Manuel/ MORALES PRATS, Fermín, Comentario al art. 285 CP, en: Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), Comentarios a la Parte Especial del Derecho Penal, 7ª ed., thompson, Navarra, 2008, pp. 858-871.

- Comentario al art. 285, en: Comentarios al Nuevo Código Penal. QUINTERO OLIVARES (Dir), MORALES PRATS (Coord), 4ª ed., Pamplona, Aranzadi, 2005, pp. 1443- 1460.
- Comentario al art. 285, en: Comentarios al Nuevo Código Penal. QUINTERO OLIVARES (Dir), MORALES PRATS (Coord), 3era edición, Pamplona, Aranzadi, 2004, pp. 1415-1425.

VANEGAS MORALES, Stella Sofía, El Mercado de Valores y la información privilegiada, Colombia, Pontificia Universidad Javeriana, 1992.

VARELA VARAS, Angel, La información privilegiada. Insider trading u operaciones de iniciados, en: Actualidad del Mercado Financiero, No. 3, 1992, pp. 1-11.

VAZQUEZ IRUZUBIETA, Carlos, Nuevo Código Penal Comentado (Ley 10/1995, de 23 de noviembre), Edersa, Madrid, 1996.

VIANA BALLESTER, Clara, La participación omisiva en los delitos de maltrato físico a menores, en: RCP, No. 4, 2001-2002, pp. 186-204.

VICENTE MARTÍNEZ, Rosario de, “Teoría y práctica o el Dr. Jekyll y Mr. Hide (A propósito de la sentencia del Tribunal Constitucional 177/1999, de 11 de octubre, sobre el principio <<ne bis in idem>>)””, en: APen, 2000-2.

VIVES ANTÓN/ ORTS BERENGUER/ CARBONEL MATEU/ GONZÁLEZ CUSSAC/ MARTÍNEZ- BUJÁN PÉREZ, Derecho penal. Parte Especial, Valencia, Tirant lo blanch, 2004.

VIVES ANTÓN, Tomás (Coord.), Comentarios al Código penal de 1995, Valencia, Tirant lo Blanch, 1996.

VIVES ANTÓN, Tomás, Constitución, sistema democrático y concepciones del bien jurídico protegido, en: Revista Jurídica de la Comunidad Valenciana: jurisprudencia seleccionada de la Comunidad Valenciana, No. 16, 2005.

VIVES TORRENTS, Xavier, La dimensión ética de las instituciones y mercados financieros, fundación BBV, Madrid, 1995.

- Información y mercados de futuros, Fedea, 1989.

VOGEL, Joachim, Wertpapierhandelsstrafrecht – Vorschein eines neuen Strafrechtsmodells?, in: Festschrift für Günther Jakobs, München, 2007, pp. 731-746.

- Scalping als Kurs- und Marktpreismanipulation. Besprechung von BGH, Urteil vom 6.11.2003 – 1 StR 24/03, in: NStZ (5), 2004, pp. 252-256.

VOLK, Klaus, Die Strafbarkeit von Absichten im Insiderhandelsrecht, in: BB, 1999, pp. 66-71.

- Strafrecht gegen Insider?, in: ZHR, 1978, pp. 1-18.

von LISZT, Franz, Tratado de Derecho penal, 3ª ed. (trad. JIMÉNEZ DE ASÚA, Luis), t. II, Madrid, 1927.

WEBER, Ulf Andreas, Das neue deutsche Insiderrecht, in: BB (4), 1995, pp. 157-166.

WEBER, Martin, Scalping – Erfindung und Folgen eines Insiderdelikts, in: NJW, 2000, pp. 562-564.

- Kursmanipulationen am Wertpapiermarkt, in: NZG, 2000, pp. 113-129.

WEISGERBER, Thomas, Neue Informationskultur durch das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz, in: WM (1), 1995, pp. 19-23.

WERHANE, Patricia, La ética en los mercados financieros, en: La dimensión ética de las instituciones y mercados financieros, fundación BBV, Madrid, 1995.

WODSAK, Johannes, Täuschung des Kapitalmarkts durch Unterlassen. Die Strafbarkeit der unterlassenen Mitteilung einer Verschlechterung der Geschäftsentwicklung bei börsennotierten Aktiengesellschaften, Nomos, 2006.

WOJTEK, Ralf, Insider Trading im deutschen und amerikanischen Recht, Berlin, 1978.

XIMENEZ NORES, Fernando, Insider Trading, en: AC (LL), 1987-2, pp. 2837-2846.

ZIEMONS, Hildegard, Neuerungen im Insiderrecht und bei der Ad-hoc-Publizität durch die Marktmissbrauchsrichtlinie und das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, in: NZG (12), 2004, 537-584.

ZIOUVAS, Dimitris, Das neue Kapitalmarktstrafrecht, 2005.

- Das Straftatbestandsmerkmal der <<Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung>> beim Insiderhandelsverbot (§§ 38, 14, 13 WpHG), Freiburg Univ, 2000.

ZUGALDÍA ESPINAR, José Miguel, Fundamentos de Derecho penal: Parte General. Las teorías de la pena y de la ley penal (Introducción teórico-práctica a sus problemas básicos), 3ª ed., tirant lo blanch, Valencia, 1993.

ZUGALDÍA ESPINAR, José Miguel y otros, Derecho Penal. Parte General, 2ª ed., tirant lo blanch, Valencia, 2004.

ZÚÑIGA MORALES, Sandra Eugenia, Cuando las normas penales en blanco vulneran el principio de legalidad, en: RD (UCA), No. 8, 2004, pp. 161-182.

ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando, César y la información privilegiada, en: Revista de Derecho del Mercado Financiero, noviembre de 2006; tb. publicado en “El Economista”, 28 de noviembre de 2006.

- ¿Qué es el insider trading?, en: Revista de Derecho del Mercado Financiero, octubre de 2006.

ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, Jaime, El régimen español sobre “*insider trading*”, y la propuesta de Directiva comunitaria, en: Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea, Estudios en homenaje a José Girón Tena, Civitas, Madrid, 1991, pp. 1252-1270.

- La oferta pública de adquisición (O.P.A.), Madrid, 1980.

LEGISLACIÓN

- Anteproyecto de Código Penal 1994, Informe del Congreso General del Poder Judicial y voto concurrente formulado, Cuadernos del Consejo General del Poder Judicial, Madrid, 1991.
- Anteproyecto de Código Penal 1992 e Informe y votos agregados del Consejo General del Poder Judicial, Cuadernos del Consejo General del Poder Judicial, Madrid, 1991.
- Código Penal Español, LUZÓN PEÑA (Director)/ DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO (Coord.)/ DE VICENTE REMESAL/ PAREDES CASTAÑÓN, Código Penal, Edit. La Ley, Madrid, 2009.
- Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común.

LEGISLACIÓN EUROPEA

- Recomendación de un Código de Conducta europeo referente a las transacciones sobre los valores mobiliarios (DOCE No. L 212, de 25 de julio de 1977).
- Directiva sobre condiciones de admisión de valores mobiliarios a la cotización oficial en una bolsa de valores (Directiva 79/279, DOCE No. L 66, de 5 de marzo de 1979).
- Propuesta de Directiva relativa a la información que debe hacerse pública en caso de compra o venta de un paquete significativo de acciones de una sociedad cotizada en bolsa (85, DOCE No. C 351/ 35, de 1979).
- Directiva sobre información que deben facilitar las compañías cuyas acciones están admitidas a cotización en una bolsa de valores (Directiva 82/121, DOCE No. L 100, de 15 de febrero de 1982).
- Propuesta de Directiva del Consejo sobre coordinación de las normas relativas a las operaciones de iniciados (Presentada por la Comisión al Consejo el 25 de mayo de 1987). (87/C 153/ 09, DOCE No. C 153/8, de 11 de junio de 1987).
- Dictamen sobre la propuesta de Directiva del Consejo sobre coordinación de las normas relativas a las operaciones de iniciados (88/ C 35/ 10, DOCE No. C 35/22, de 8 de febrero de 1988).

- Directiva del Consejo de 13 de noviembre de 1989 sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada (89/ 592/ CEE, DOCE No. L 334/ 30, de 18 de noviembre de 1989).
- Directiva 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) (2003/6/CE, DOUE No. L 96/16, de 12 de abril de 2003).
- Directiva 2003/124/CE de la Comisión de 22 de diciembre de 2003 a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación del mercado (DOUE L 339/70, de 24 diciembre).