

# El «Insider Trading» (1)

JACOBO LÓPEZ BARJA DE QUIROGA

**SUMARIO:** I.- INTRODUCCION. 1. Presentación. 2. Importancia del secreto y de la tipificación del abuso de la información privilegiada. II.- SOLUCIONES. 1. Derecho comparado. 2. Directiva comunitaria. 2.1 Razón de ser. 2.2 Sujeto activo. 2.3 Personas físicas. 2.4 Personas jurídicas. 2.5 Prohibiciones. 2.6 Información privilegiada. 2.7 Valores negociables. 2.8 Sanciones. 2.9 Jurisdicción. 2.10 Cooperación. III.- SOLUCION ESPAÑOLA. 1. Ley del Mercado de Valores. 1.1 Información privilegiada: concepto. 1.2 Deberes. 1.2.1 Deber de salvaguardia. 1.2.1.1 Normativa legal. 1.2.1.2 Sujetos del deber. 1.2.1.3 Contenido de ese deber. 1.2.1.4 Murallas chinas. 1.2.1.5. Límite del deber de salvaguardia. 1.2.2 Deber de abstenerse de actuar. 1.2.2.1 Normativa legal. 1.2.2.2. Sujeto del deber. 1.3 Infracciones. 1.4 Sanciones. 2 Solución penal. 2.1 Antes de la Ley Orgánica 9/1991 de 22 de marzo que modificó los arts. 367 y 368 del Código penal. 2.2 Después de la Ley Orgánica 9/1991 de 22 de marzo que modificó los arts. 367 y 368 de Código penal. IV.- USO DEL SECRETO O DE LA INFORMACION PRIVILEGIADA. 1. Bien jurídico protegido. 2. Tipo objetivo. 2.1 Sujeto activo. 2.2. La conducta típica. 3. Tipo subjetivo. 4. Consumación.

## I. INTRODUCCIÓN

### 1. Presentación

Estratégicamente, una oferta pública de adquisición de acciones requiere que su lanzamiento sea preparado en secreto, pues, de otra mane-

---

(1) Texto de la Ponencia desarrollada en el Curso sobre «La nueva delincuencia (II)», organizado por el Consejo General del Poder Judicial, correspondiente al Plan estatal para 1993.

ra el precio de las acciones de la empresa que va a ser adquirida puede alzarse de forma espectacular. Una oferta pública o una fusión de empresas produce la subida de las cotizaciones de las acciones, por lo que aquella persona que, con conocimiento de la operación, se adelanta y adquiere acciones de la empresa que va a ser adquirida, a buen seguro que cuando se haga pública la operación y suban las cotizaciones, habrá conseguido ganar mucho dinero.

En otras ocasiones, si el informado ha adquirido las acciones y la operación no acaba de realizarse, también puede revelar la información a los periódicos especializados (anunciando, por ejemplo, la fusión de dos sociedades), consiguiendo de esa manera un alza en las cotizaciones.

De muy diversas formas puede actuar en el mercado una persona que posea información confidencial, y variados son los sistemas que puede utilizar para alterar las cotizaciones, ya que los indicados no son mas que unos ejemplos muy simplificados que ponen de relieve la importancia que puede llegar a adquirir la existencia de informados y soplones.

Por tal razón, en el mercado de valores hay que conjugar el secreto con la máxima información pública. Cuanto más y mejor informado se encuentre el inversor menos ámbito existirá para las informaciones confidenciales y, ahí, en ese pequeño espacio —temporal y espacial— es en el que debe exigirse totalmente la regla del secreto.

## 2. Importancia del secreto y de la tipificación del abuso de la información privilegiada

La información y, por consiguiente, la transparencia dentro del mercado de valores constituye un elemento esencial para su correcto funcionamiento. Cuanta mayor información exista, más fielmente el mercado reflejará la realidad, con lo que se ganará en seguridad. Por el contrario, una información falsa o una información manipulada conduce, evidentemente, a la formación de unos precios ficticios y con ello a un mercado de valores artificial.

Precisamente tras el famoso «crack» de 1.929 de la Bolsa de Nueva York es cuando en Estados Unidos se toma conciencia de la necesidad de regular la enajenación de los títulos valor, interviniendo en el mercado estableciendo mecanismos de protección, dictándose al respecto dos importantes normas (la *Securities Act* de 1933 y la *Securities Exchange Act* de 1934). Poco a poco estas normas norteamericanas de 1.933 y 1.934 se irán perfeccionando (entre otras, mediante *The Insider Trading Sanctions Act* de 1983) e inspirarán la regulación legal de la materia en otros países. La idea fundamental que persigue esta legislación es la claridad y transparencia en el mercado de valores erradicando la manipula-

ción de la información y la especulación injusta con los títulos valor, pues, con ello, se conseguirá la confianza en el sistema bursatil. Para conseguir estos objetivos se hacía necesario controlar la información y erradicar las prácticas *insider tradings*. Ampliando los niveles de información, obligando al respecto en consecuencia a los operadores financieros, y estableciendo, al tiempo, en ciertas materias deberes de secreto, son dos medios de actuación conjunta que permitirán alcanzar los objetivos indicados.

No obstante, aunque la doctrina mayoritaria está conforme en que deben atajarse las prácticas *insider tradings*, la cuestión es objeto de polémica por mostrarse decididamente en contra una parte minoritaria de la doctrina. Además, como veremos, si bien hay acuerdo mayoritario en la prohibición, existen importantes discrepancias a la hora de establecer las sanciones, concretamente en cuanto a si debe recurrirse al derecho penal estableciendo un tipo delictivo que prevea la conducta del *insider trading*.

En contra de la prohibición del *insider trading* se aduce básicamente:

- Por una parte, que el *insider trading* funciona como medio de revelación de información de interés para el mercado, de manera que si se permite el uso de la información los precios deberán ajustarse rápidamente a su valor real en función de la información que se posee.
- Por otra parte, se añade que la existencia del *insider trading* operando en el mercado puede incrementar los beneficios de los accionistas al conseguir que los precios de mercado sean los reales.
- También se arguye que las ganancias obtenidas por el *insider* proceden de su trabajo y de su agudeza en la interpretación del mercado.
- Y, por último, suele indicarse que no debe prohibirse, pues, su conducta no produce la existencia de perjudiciados; nadie resulta perjudicado porque en el mercado operen los *insider tradings*.

La doctrina mayoritaria no comparte en modo alguno los argumentos indicados dado que se considera que lo que realiza el *insider* es provocar en su provecho fluctuaciones en los precios generando desconfianza en el mercado. Por ello, a favor de la prohibición de los *insiders* se alega:

- Por una parte, la necesidad de mantener un correcto funcionamiento del mercado en el que se garantice el principio de igualdad entre los inversores, de manera que todos tengan el mismo acceso a la información y operen con las mismas posibilidades.

- Por otra parte, se indica que si bien en su origen en el mercado de valores sólo funcionaban profesionales, hoy día, por el contrario, actúan particulares que deben tener confianza en el sistema que ha de ser justo y limpio, estableciendo mecanismos de protección frente a ciertas opciones que puedan afectar a dichas características.
- También se señala que la presencia del *insider* es un factor de confusión que con su mera posible existencia, genera un incremento en los costos de las transacciones, lo que, a su vez, repercute en la formación del capital.
- Frente al argumento relativo a que los beneficios son consecuencia del trabajo del *insider*, se opone que los beneficios corresponden a la empresa que es la que los genera, que la información pertenece a la empresa y que lo que el *insider* pueda saber, procede de su posición en la empresa, por lo que se está apropiando de algo que no le pertenece (esta argumentación, como veremos, ha dado lugar a la *Misappropriation Theory*).
- Por último, en la actualidad, se advierte que, con la movilidad internacional existente, las garantías de los mercados deben ser similares, de forma que las precauciones establecidas en unos mercados habrán de aparecer en los demás que están relacionados. Razón que, aunque se defiende a nivel internacional particularmente por EEUU, se hace si cabe más necesaria en el ámbito de la CEE debido a la liberación de los movimientos de capital (por ejemplo, la legislación suiza del *insider trading* fue, en cierto modo, una «imposición» de los EEUU).

En definitiva, se mantiene la necesidad de defender el principio de igualdad entre los inversores y el principio de confianza de los inversores en la pureza del sistema y sólo protegiendo estas dos coordenadas podrá mantenerse un sistema de economía de mercado. Por tales razones, puede concluirse que el bien jurídico protegido es la seguridad en las transacciones, la adecuada fijación de precios y el sistema bursátil en cuanto eje básico de una economía de mercado. En otras palabras, la confianza del inversor en un mercado de valores regido por el principio de igualdad de oportunidades.

Aunque la evolución aparece decididamente dirigida a la prohibición de los *insider tradings*, e incluso mediante sanciones penales, lo cierto es que la regulación no es completa y la polémica surge en relación con las parcelas todavía no abarcadas claramente por la prohibición. Así, por ejemplo, en EEUU se está discutiendo, no ya el tema de los *insiders* de forma general, o la amplitud con que deben englobarse los *outsiders*, sino si deben ser castigados en ámbitos concretos, como el mercado de los bonos basura (*the junk-bonds market*).

## II. SOLUCIONES

### 1. Derecho comparado

La regulación entre los diversos países fluctúa entre la ausencia de intervención estatal hasta la sanción penal, pasando por la sanción administrativa. A pesar de que la utilización de la sanción penal se decante mayoritariamente como la solución a adoptar, ello no impide que junto a la misma se considere adecuado la existencia de medidas de vigilancia disuasorias y protectoras del mercado, así como la imposición de deberes relativos a la información, estimándose que la sanción penal debe entrar en último caso y en relación con los supuestos más graves.

Una de las medidas adoptadas en diversos países es *la creación de Comisiones*, entre cuyas funciones se encuentra la vigilancia y control del mercado, disciplinando al efecto las medidas correspondientes.

La pionera es la SEC (*Securities and Exchange Commission*; Comisión de Intercambio de Valores) estadounidense, creada por la *Securities Exchange Act* (Ley de Intercambio de Valores) de 1.934, cuyas funciones principales son velar por el buen funcionamiento del mercado de valores y desarrollar e interpretar en el ámbito administrativo las leyes bursátiles. Este modelo ha inspirado otras Comisiones de carácter similar en otros países, como la COB (*Commission des Opérations de Bourse*) francesa, la CONSOB (*Commissione nazionale per la società e la borsa*) italiana y la CNMV (*Comisión Nacional del Mercado de valores*) española.

La CNMV fue creada por la Ley 24/1988, de 28 julio, del Mercado de Valores y, conforme al art. 14 de la misma, la CNMV «queda configurada como un Ente de derecho público con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada».

Las funciones aparecen recogidas en el art. 13, que dispone que a la Comisión «se encomiendan la supervisión e inspección de los mercados de valores y de la actividad de cuantas personas físicas y jurídicas se relacionan en el tráfico de los mismos, el ejercicio sobre ellas de la potestad sancionadora y las demás funciones que se le atribuyen en esta Ley.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores velará por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de esos fines.

La Comisión del mercado de Valores asesorará al gobierno y al Ministerio de Economía y Hacienda y, en su caso, a los órganos equivalentes de las Comunidades Autónomas en las materias relacionadas con los

mercados de valores, a petición de los mismos o por iniciativa propia. Podrá también elevar a aquellos propuestas sobre las medidas o disposiciones relacionadas con los mercados de valores que estime necesarias. Elaborará y dará publicidad a un informe anual en el que se refleje su actuación y la situación general de los mercados de valores».

Así pues, la instrucción de los expedientes en relación con quienes infrinjan normas de ordenación o disciplina del Mercado de Valores, y la competencia para la imposición de las sanciones correspondientes, viene atribuida a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, cuando se trata de infracciones graves y leves y, al Ministro de Economía y Hacienda (a propuesta y previa instrucción del expediente por la CNMV) cuando se trata de infracciones muy graves. En este sentido, la solución española se inclina por una intervención estatal que se mueve en el ámbito del derecho administrativo, pero sin excluir la posible sanción penal. Por ello, el art. 96 LMV establece que «el ejercicio de la potestad sancionadora a que se refiere la presente Ley será independiente de la eventual concurrencia de delitos o faltas de naturaleza penal. No obstante, cuando se esté tramitando un proceso penal por los mismos hechos o por otros cuya separación de los sancionables con arreglo a esta Ley sea racionalmente imposible, el procedimiento quedará suspendido respecto de los mismos hasta que recaiga pronunciamiento firme de la autoridad judicial. Reanudado el expediente, en su caso, la resolución que se dicte deberá respetar la apreciación de los hechos que contenga dicho pronunciamiento». Esta es una solución bastante común en el derecho comparado.

En efecto, pues, en términos generales, en la actualidad, el sistema utilizado para evitar las prácticas de los *insiders* son de carácter administrativo, apoyadas por sanciones penales. Así ocurre en EEUU, en Francia, en Holanda, en Suiza y en Italia. A este grupo ha de unírsele, hoy día, Gran Bretaña, que junto con un sistema de autodisciplina, a partir de 1985 se han introducido también las sanciones penales.

Por el contrario, Alemania prefiere seguir un sistema basado en la autodisciplina privada sin necesidad de acudir a la sanción penal. Son los propios operadores del mercado los que se comprometen a no aprovecharse de informaciones privilegiadas. Como seguidamente veremos, Alemania fue uno de los países que más se opuso a que la Directiva comunitaria sobre los *insiders* estableciera que los Estados miembros tenían que aplicar al respecto medidas de carácter penal. Por tal razón, la Directiva deja de forma imprecisa el tema de las sanciones a aplicar. No obstante, Alemania ha tenido que acoplarse a las demás exigencias de la Directiva. Además, con posterioridad, en 1991 el escándalo ocurrido en la Bolsa de Frankfurt relativo a un *insider*, ha modificado en gran medida la idea sobre la conveniencia de utilizar incluso las sanciones penales.

## 2. Directiva comunitaria

El 21 de mayo de 1987 la Comisión de las Comunidades Europeas presentó una Propuesta de Directiva al Consejo de las Comunidades Europeas relativa a los *insider tradings*, habida cuenta la diversa regulación existente al respecto en los países miembros. Después de las discusiones correspondientes respecto a los conceptos, alcance y sanciones a aplicar, por fin se llegó a la adopción de la Directiva de noviembre de 1989, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada. En consecuencia, todos los Estados miembros adoptarán las medidas necesarias para el cumplimiento de la Directiva, antes del 1 de junio de 1992, fecha tope de entrada en vigor en los ordenamientos internos de los Estados miembros.

### 2.1 Razón de ser

En la exposición previa en la que el Consejo explica las razones por las que ha adoptado la Directiva, nos revela tres cuestiones fundamentales: que considera básico el buen funcionamiento de un mercado de valores, que inspire confianza al inversor y le asegure la igualdad de condiciones; que es preciso luchar contra las operaciones realizadas mediante información privilegiada; y, que es necesario armonizar las legislaciones pues tal medida permitirá una mejor cooperación entre las autoridades competentes en la lucha contra las operaciones transfronterizas con información privilegiada. Se trata, por consiguiente, de una medida dirigida a conseguir en el ámbito de la Comunidad económica europea, un mercado único de títulos-valor y obligaciones.

### 2.2 Sujeto activo

¿Quién es el *insider trading*? Evidentemente, en una primera aproximación, se trata de una persona que posee información privilegiada y se aprovecha de ella. Ahora bien, con esto no es suficiente pues habrá que perfilar más el concepto, dado que deberán decidirse diversas cuestiones, como por ejemplo: como ha obtenido la información; si el facilitar el aprovechamiento de terceros es suficiente; que ocurre con las personas jurídicas, etc.

En relación con el *insider trading*, puede mantenerse un concepto estricto, de manera que acoja solamente al *insider* propiamente dicho, o un concepto amplio, comprensivo tanto de los *insiders* como de los *outsiders*. La solución estará en función de la vinculación que vaya a exigirse entre la persona del *insider* y la información de que se trate, lo

cual, a su vez, viene determinado por la teoría que se mantenga a la hora de establecer la razón para castigar las conductas de los *insiders*.

El *insider* propiamente dicho es aquella persona que debido a su profesión o trabajo, conoce información privilegiada relativa a la empresa o sociedad en la que trabaja. Estos son los llamados *internal insiders*. Si defendemos este criterio, entonces podemos y debemos exigir una vinculación del sujeto con la sociedad o empresa a la que se refiere la información, pues ello nos dará la pauta para excluir a aquellas personas carentes de dicha vinculación. Por tal razón, este criterio deja fuera de la prohibición y, por consiguiente, impunes, a los *outsiders* (por ejemplo, el camarero o el taxista que oyen la información; o bien, el tercero a quien el *insider* le transmite la información).

Existen personas, ajenas a la sociedad o empresa, que llegan al conocimiento de la información privilegiada a través de confidencias de personas pertenecientes a la sociedad (*insiders*). Dichas personas, llamadas también *external insiders*, o *insiders at second hand*, conocidos también como *tippees* (dentro de ellos, a su vez, también se realizan distinciones como los *aiders* (ayudantes; cómplices), *abettors* (inductores) y los *tippees*), esto es, informadores o soplones, presentan el problema de que no son propiamente *insiders*, y no tienen vinculación ninguna con la sociedad o empresa y, por tanto no tienen ningún deber de fidelidad para con la misma. Respecto de los *tippees* es preciso concretar dos cuestiones: por una parte, para que sean sancionables es necesario que el *outsider* tenga conocimiento de que de una información privilegiada y, en consecuencia, que la confidencia del *insider* implica una violación por parte de éste de su deber de guardar secreto. Por otra parte, debe determinarse hasta que momento de la cadena de informadores sucesivos puede existir sanción; en otras palabras, resolver el problema del «informador remoto».

La sanción del *outsider* es realmente polémica, por cuanto no puede decirse que haya infringido ningún deber de fidelidad. Si fundamentamos la sanción en que su conducta implica un ataque al principio de igualdad en el mercado de valores, entonces, tanto debe sancionarse al *outsider* con conocimiento de la infracción del *insider*, como cuando su información privilegiada la adquiere por azar (*causal tipee*), dado que también en este caso quiebra el principio de igualdad (en este supuesto, es cierto que el *outsider* no viola ninguna obligación para con la sociedad o empresa, pero sí hemos de partir del presupuesto de que ha de intervenir con pleno conocimiento de que actuando de esa forma ataca el principio de igualdad y el correcto funcionamiento del mercado bursátil). Para evitar esta conclusión se ha mantenido que los *tippees* cuando 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*. De esta manera se fundamenta la exclusión de los supuestos en los que el acceso a la información fue debido al azar.

Como indicamos, para poder distinguir entre el *insider* y el *outsider* es preciso definir que tipo de vinculación debe unir a la persona del informado con la sociedad o empresa de la que procede la información. Para resolver ésta cuestión, en el derecho norteamericano se han ensayado básicamente tres teorías: «*The equal access theory*» (teoría del acceso igualitario); «*The fiduciary duty theory*» (teoría del deber de confianza); y, «*the missappropriation theory*» (teoría de la apropiación indebida). A nuestro juicio, ninguna de las tres llega a ser absolutamente convincente.

La teoría del acceso igualitario a la información basa simplemente la sanción en la quiebra del principio de igualdad, de manera que conforme a la misma, todos los que intervengan en el mercado de valores están obligados a revelar el secreto o a abstenerse de actuar (*disclose-or-refrain duty*) si poseen la información, pues intervenir en el comercio poseyendo la información da lugar a una solución injusta («*inherent unfairness*»), por lo que también se le llama «*unfairness doctrine*». Evidentemente, la falta de definición y concreción hace inviable esta teoría. Y además, esa obligación general, aplicable a todo el mundo, de revelar el secreto o de abstenerse de intervenir, no existe.

La teoría del deber de confianza se fundamenta en establecer la obligación de revelar la información privilegiada que se posea cuando entre las personas correspondientes existe una relación de confianza o de fidelidad. Desde este punto de vista, cada una de las partes que intervienen en la transacción tiene derecho a conocer la información privilegiada que el otro posee en los casos en que entre ellos pueda aceptarse la existencia de dicha relación de confianza (junto a ello, correlativamente, la obligación se circunscribe a las operaciones cara a cara, «*face to face*», y no a aquellas realizadas con intermediación). Esta teoría reduce de forma importante el círculo de personas a las que se les aplica la regla prohibitiva del *insider*. El Tribunal Supremo de EEUU ha mantenido esta teoría en varias sentencias. La primera fue *Chiarella*. *United States* (445 U.S. 222) de 1.980, siendo ponente el magistrado Lewis Powell. Vicent Chiarella trabajaba en la imprenta Pandick Press que imprimía folletos con información financiera. A pesar de que cuando se trataba de anuncios de ofertas de adquisición de acciones la identidad de las empresas se ocultaban bajo nombres falsos o dejándolos en blanco, pues, los nombres verdaderos sólo llegaban en el último momento, sin embargo, Chiarella fue capaz de descubrir los nombres de las empresas. Con dicha información compró acciones de las empresas objeto de adquisición y las vendió después de que las ofertas se hicieran públicas. De esta manera obtuvo unos beneficios de 30.000 dólares en 14 meses. Chiarella fue condenado en primera instancia (a 1 año de prisión y 5 años de libertad condicional) y en apelación, en razón a que había tenido información privilegiada. El Tribunal Supremo revocó la sentencia precisamente porque mantuvo la teoría del deber de confianza. Para el Tribunal Supremo Chiarella no estaba ligado por ninguna relación de

confianza o fidelidad con los accionistas que le vendieron sus acciones, por lo que Chiarella no tenía ninguna obligación de revelar la información que poseía antes de realizar sus transacciones.

El otro caso en el que el Tribunal Supremo volvió a aplicar la teoría del deber de confianza fue en *Dirks v. SEC.* (463 U.S. 646) de 1983. Dirks era un analista financiero y recibió información de un antiguo directivo de la sociedad Equity Funding of America relativa a que los balances de la misma estaban muy exagerados, por lo que le pidió que comprobase que era cierto y lo hiciese público. Una vez confirmado el hecho, Dirks comunicó la información a varios clientes quienes rápidamente vendieron sus acciones por un importe superior a los 16 millones de dólares. La cotización de las acciones de la Equity Funding of America descendió hasta el punto que fue suspendida su cotización. Posteriormente la Equity quebró. La SEC consideró que Dirks, había infringido varias normas, pero, tomando en consideración que su intención había sido la de revelar prácticas fraudulentas, aunque mantuvo la regla de «revelar el secreto o abstenerse de actuar», sin embargo solamente censuró la actuación de Dirks. Este acudió a los Tribunales, los cuales mantuvieron la misma postura que la SEC, hasta que el Tribunal Supremo revocó la sentencia. Para el Tribunal Supremo, Dirks no estaba obligado por ninguna relación de confianza o fidelidad. Dirks había recibido la primera información de un antiguo directivo, por lo que cuando él informó, a su vez, no incumplió ningún deber de confianza, dado que ningún deber de fidelidad le unía con la empresa ni con los accionistas.

Como indicamos, esta teoría es la mantenida por el Tribunal Supremo, pero está encontrando importantes resistencias en ciertos Tribunales inferiores que consideran que dicha teoría deja ciertas lagunas en supuestos en los que el *insider*, gracias a su trabajo en la empresa, recibe información privilegiada relativa a otras empresas o sociedades, pues en estos casos no existe incumplimiento del deber de confianza (*breach of duty*). Estos tribunales prefieren seguir la teoría de la apropiación indebida, con la que, a su juicio, se cubrirían dichas lagunas.

La teoría de la apropiación indebida pone el acento en la forma en que se obtiene la información. Conforme a esta teoría existiría obligación de cumplir la regla «revelar el secreto o abstenerse de actuar», cuando la información privilegiada se ha obtenido por métodos no legales (hurto, robo...) o mediante el incumplimiento del deber de confidencialidad. Mediante esta teoría se estima que, por ejemplo en los supuestos de impresores, la información pertenecía a la empresa impresora, por lo que habría un incumplimiento del deber de secreto. Igualmente, por ejemplo, en los casos de periodistas, pues la información pertenece al periódico y, por consiguiente, existiría una infracción del deber de fidelidad; etc. A nuestro juicio, esta teoría es escasamente convincente.

Veamos ahora que respuestas proporciona la Directiva comunitaria a estas cuestiones.

### 2.3 *Personas físicas*

La Directiva separa los *insiders* de los *outsiders*.

Los *insiders* son los directivos, accionistas o empleados, mientras que los *outsiders* son los que, sin ser *insiders* poseen información privilegiada.

El art. 2.1 de la Directiva establece:

«1. Cada Estado miembro prohibirá a las personas que:

- Por su condición de miembros 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, de su profesión o de sus funciones, dispongan de una información privilegiada, adquirir o ceder por cuenta propia o ajena, ya sea directa o indirectamente, los valores del emisor o de los emisores afectados por dicha información privilegiada explotándola con conocimiento de causa».

En otras palabras y de forma sintética, puede decirse que la prohibición abarca a los «directivos», «accionistas» o «empleados».

### 2.4 *Personas jurídicas*

La Directiva se refiere directamente a las personas físicas, por lo que cuando se plantea el problema de las personas jurídicas, lo reconduce a las personas físicas que tomaron la decisión de realizar la transacción por cuenta de la persona jurídica.

Así, el art. 2.2 de la Directiva dispone:

«2. Cuando las personas a las que se refiere el apartado 1 sean sociedades o cualquier otro tipo de persona jurídica, la prohibición expresada en dicho apartado se aplicará a las personas físicas que hubieren participado en la decisión de proceder a la transacción por cuenta de la persona jurídica en cuestión».

## 2.5 Prohibiciones

En este punto es preciso distinguir entre los *insiders* y los *outsiders* pues las prohibiciones son diferentes.

Los *insiders* están abarcados por las prohibiciones de los arts. 2 y 3. Los *outsiders* solamente les afecta las prohibiciones del art. 2, aunque facultativamente, cualquier Estado miembro puede extender también a los *outsiders* las prohibiciones del art. 3 (art. 6).

- \* Respecto de los *internal insiders*, conforme al art. 2.1 los directivos, accionistas o empleados que dispongan de información privilegiada, les estará prohibido «adquirir o ceder por cuenta propia o ajena, ya sea directa o indirectamente, los valores del emisor o de los emisores afectados por dicha información privilegiada explotándola con conocimiento de causa».

Además, conforme al art. 3 de la Directiva:

«Los Estados miembros prohibirán a las personas objeto de las prohibiciones del artículo 2, que dispongan de información privilegiada:

- a) revelar dicha información privilegiada a un tercero, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, su profesión o sus funciones;
- b) recomendar a un tercero que adquiera o ceda o que haga que un tercero adquiera o ceda, basándose en dicha información privilegiada, valores admitidos a negociación en sus mercados, tal como se contempla en el artículo 1, apartado 2, *in fine*».

Existen, por consiguiente, **prohibiciones de actuación interna**, que implica la actuación del informado en la transacción, (como adquirir o ceder los valores que posea) y **prohibiciones de actuación externa**, que irradian su ámbito de actuación hacia el exterior (como revelar la información privilegiada o recomendar a un tercero una adquisición o cesión; parece, pues, que no abarca al *insider non-trading*).

Debe tenerse en cuenta que respecto de lo que hemos llamado **prohibiciones de actuación interna**, su ámbito de actuación se circunscribe a las transacciones realizadas con un intermediario profesional. La Directiva deja en manos de los Estados la posibilidad de que tal prohibición se extienda también a las transacciones cara a cara (*face to face*), sin intervención del intermediario profesional, fuera del mercado regulado y controlado por los poderes públicos.

En efecto, pues, el art. 2.3 de la Directiva determina que:

«La prohibición contemplada en el apartado 1 se aplicará a toda adquisición o cesión de valores efectuados con intervención de un intermediario profesional.

Cada Estado miembro podrá establecer que dicha prohibición no se aplique a las adquisiciones o cesiones de valores efectuadas, sin intervención de un intermediario profesional, fuera de un mercado tal como se define en el artículo 1, apartado 2, *in fine*».

\* En cuanto a los *outsiders*, el art. 4 de la Directiva establece que:

«Cada Estado miembro impondrá asimismo la prohibición prevista en el artículo 2 a todas aquellas personas distintas de las citadas en dicho artículo que, con conocimiento de causa, posean una información privilegiada tal como se define en el artículo 1, cuyo origen directo o indirecto sólo pueda ser una persona de las mencionadas en el artículo 2.»

Ahora bien, el art. 6 permite que «cada Estado miembro podrá adoptar disposiciones más restrictivas que las previstas en la presente Directiva o disposiciones adicionales, siempre que tales disposiciones sean de aplicación general. En particular, podrá ampliar el alcance de la prohibición prevista en el artículo 2 e imponer a las personas contempladas en el artículo 4 las prohibiciones previstas en el artículo 3».

Es decir, a los *outsiders* les afectan las prohibiciones de actuación interna (adquirir o ceder los valores). Quedan excluidas respecto a ellos, las prohibiciones de actuación externa, salvo que el Estado decida su inclusión, en cuyo caso, también los *outsiders* quedarán afectados por dichas prohibiciones.

## 2.6 Información privilegiada (*insider information*)

Dispone el art. 1.1 de la Directiva que por información privilegiada se entenderá «la información que no se haya hecho pública, de carácter preciso, que se refiera a uno o varios emisores de valores negociables o a uno o a varios valores negociables y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de ese o de esos valores».

Así pues, la información privilegiada se caracteriza por las cuatro notas siguientes: a) información no pública; b) información precisa; c) información relativa a valores negociables o a los emisores de dichos valores; y, d) información que de hacerse pública, podría influir en la cotización de los valores.

De manera que la información privilegiada requiere que sea suficientemente concreta, precisa y fidedigna, para que traspase las líneas definitorias de un rumor. Un rumor, por su carácter vago, no puede ser considerado una información privilegiada.

La información puede referirse tanto a los valores como a los emisores de los valores, y puede ser relativa a uno en concreto o tratarse de

información que pueda afectar a todos o a un grupo importante. Por ejemplo, un inminente descenso en los tipos de interés, o una inmediata exención fiscal, etc.

La información ha de ser tal que de hacerse pública influiría en los precios (*price sensitive information*). De ahí que no toda información no pública pueda ser considerada información privilegiada. Para conceptualizarla como tal es necesario que pueda establecerse una relación causal hipotética, por la que se afirme que de haber sido conocida el efecto sobre los precios hubiera sido sensible. Por ello es esencial que la información sea verdaderamente trascendente (*materiality*). Por ejemplo, el descubrimiento de nuevos pozos de petróleo, hará subir el precio de las acciones de la compañía petrolífera. La situación en que se coloca el poseedor de información es tal que le permite sacar partido de la misma (*taking advantage of the information*).

## 2.7 *Valores negociables (transferable securities)*

De acuerdo con lo dispuesto en el art. 1.2 de la Directiva, se entenderá por «valores negociables»:

- a) las acciones y las obligaciones, así como los valores asimilables a los mismos,
- b) los contratos o derechos que permitan la suscripción, adquisición o cesión de los valores contemplados en la letra a),
- c) los contratos a plazo, las opciones y los instrumentos financieros a plazo relativos a los valores contemplados en la letra a),
- d) los contratos sobre índices relativos a los valores contemplados en la letra a), siempre que estén admitidos a negociación en un mercado regulado y controlado por autoridades reconocidas por los poderes públicos, de funcionamiento regular y accesible directa o indirectamente al público».

En otras palabras, el ámbito de aplicación de la Directiva abarca tanto las acciones como las obligaciones, tanto ellas como opciones de futuro y tanto sean emitidas por sociedades como por el Estado. La comercialización, en principio, debe hacerse en mercados regulados y controlados por autoridades reconocidas por los poderes públicos. No obstante, la Directiva, deja abierta la posibilidad de que cada Estado pueda extender el ámbito de aplicación de la misma a transacciones realizadas fuera del mercado oficial. Se trata de que cada Estado con pleno conocimiento de la realidad decida la conveniencia de aplicar las prohibiciones establecidas en la Directiva a otros mercados bursátiles paralelos que operen en el país, pero, en este caso, siempre que se lleven a cabo con la intervención de un intermediario profesional, como pueda ser un banco o una sociedad de valores.

En cuanto al Estado, el art. 2.4 de la Directiva determina que «la presente Directiva no se aplicará a las operaciones efectuadas, por razones de política monetaria, de cambio o de gestión de la deuda pública, por un Estado soberano, su Banco Central u otro organismo que el Estado designe a tal efecto o por cualquier otra persona que actúe por cuenta de éstos. Los Estados miembros podrán hacer extensiva esta exclusión a sus Estados federados o entes públicos territoriales asimilables a estos últimos en lo que se refiere a la gestión de la deuda pública».

## 2.8 Sanciones

En el seno del Consejo hubo una importante polémica a cerca de si debían ser utilizadas sanciones penales para reprimir las conductas de los *insiders tradings*. Al tiempo también se discutía si en la Directiva debían introducirse las sanciones penales o si, por el contrario, debía dejarse a los Estados que las establecieran en sus ordenamientos internos correspondientes.

Finalmente se adoptó una fórmula mediante la cual cada Estado miembro es el responsable de establecer las sanciones que estime pertinentes, siempre y cuando sean suficientes para hacer cumplir la Directiva.

En esa línea, el art. 13 de la Directiva prevee que «cada Estado miembro establecerá las sanciones aplicables en caso de infracción de las disposiciones adoptadas en ejecución de la presente Directiva. Dichas sanciones deberán ser suficientes para incitar al respeto de tales disposiciones».

Así pues, la Directiva no concreta ni la sanción ni el ámbito en que debe moverse. Deja a los Estados miembros libertad para que establezcan las sanciones que estimen más oportuna. A lo que se obligan los Estados miembros es al cumplimiento de la Directiva estableciendo sanciones «suficientes» para los infractores.

## 2.9 Jurisdicción

Previendo la posibilidad de transacciones ocurridas en un país, pero relativas a valores comercializados en mercados de otros países, se hacía necesario establecer reglas amplias que determinarán la competencia.

A tal fin, el art. 5 de la Directiva señala que «cada Estado miembro aplicará las prohibiciones que establecen los artículos 2, 3 y 4 por lo menos a los actos que tengan lugar en su territorio, en la medida en que los valores afectados se admitan a negociación en un mercado de un Estado miembro. En cualquier caso, cada Estado miembro considerará que las

transacciones se efectúan en su territorio cuando se efectúen en un mercado, tal como se define en el artículo 1, apartado 2, *in fine*, situado en dicho territorio o que opere en él».

Así pues, lo importante es considerar la CEE como un todo, como una unidad, siendo indiferente que los valores se comercialicen o no en el Estado miembro en que se lleva a cabo la transacción, siempre y cuando dichos valores sean comercializados en algún mercado (oficial o regulado) de un Estado miembro. En los supuestos de órdenes de transacciones emitidas en un Estado miembro, pero ejecutadas en el mercado de otro Estado miembro, se regirán por la ley correspondiente al mercado a que se refieran, pudiendo darse supuestos de jurisdicción concurrente.

## 2.10 Cooperación

La cooperación aparece estructurada a nivel interno y para con los países de la CEE; y, también de la Comunidad con terceros Estados.

En primer lugar, cada Estado designará la autoridad competente encargada de la aplicación de la Directiva (art. 8) y, en segundo lugar, estas autoridades competentes cooperan entre sí y se comunicarán toda la información necesaria para lograr el cumplimiento de la Directiva (art. 10).

En efecto, el art. 8 dispone que «1. Cada Estado miembro designará a la autoridad o autoridades administrativas competentes encargadas, colaborando, en su caso con otras autoridades, de la aplicación de las disposiciones que se adopten en ejecución de la presente Directiva. Informará de ello a la Comisión, que transmitirá dicha información a los demás Estados miembros.

2. Con el fin de poder cumplir su misión, las autoridades competentes deberán estar dotadas de todas las competencias y todas las facultades de control e investigación necesarias, colaborando, en su caso, con otras autoridades».

Y, el art. 10 establece que «1. las autoridades competentes de los Estados miembros garantizarán entre sí, por medio de la utilización de las facultades mencionadas en el apartado 2 del artículo 8, toda la cooperación necesaria para el cumplimiento de su misión. A tal fin, y no obstante lo dispuesto en el artículo 9, se comunicarán todas las informaciones necesarias, incluidas las relativas a los actos prohibidos, con arreglo a las facultades concedidas a los Estados miembros, por el artículo 5 y la segunda frase del artículo 6, únicamente por el Estado miembro que solicite la cooperación. La información así intercambiada estará amparada por el secreto profesional a que están obligadas las personas que, en el ejercicio de su actividad, colaboren o hayan colaborado con la autoridad que reciba dicha información.

2. Las autoridades competentes podrán negarse a dar curso a una solicitud de información:

a) cuando la comunicación de la información pueda ir en perjuicio de la soberanía, la seguridad o el orden público del Estado objeto de la solicitud;

b) cuando se haya incoado un procedimiento judicial por los mismos hechos y contra las mismas personas ante las autoridades del Estado objeto de la solicitud o cuando sobre aquellos recaiga sentencia firme de las autoridades competentes de dicho Estado por los mismos hechos.

3. Sin perjuicio de las obligaciones que les incumban en el marco de procedimientos judiciales de índole penal, las autoridades que reciban información con arreglo al apartado 1 podrán utilizarla exclusivamente en el ejercicio de sus funciones según lo dispuesto en el apartado 1 del artículo 8, así como en el marco de procedimientos administrativos o judiciales relacionados específicamente con dicho ejercicio. No obstante, si la autoridad competente que hubiere comunicado una información consiente en ello, la autoridad que la hubiere recibido podrá utilizarla para otros fines o transmitirla a las autoridades competentes de otros Estados».

Por último, el art. 11 prevee que «la Comunidad podrá celebrar, de conformidad con el Tratado, acuerdos con uno o varios Estados terceros en los ámbitos regulados por la presente Directiva».

En este marco ha de hacerse referencia al acuerdo realizado en Washington, D.C. el 23 de septiembre de 1.991 entre Sir Leon Brittan, Vicepresidente de la Comisión de las Comunidades Europeas y Richard C. Breeden, Presidente de la SEC, relativo a la cooperación en materia de valores mobiliarios, en la búsqueda de un mercado financiero más eficaz, más transparente y, sobre todo, más honesto. En razón a ello, se comprometen a facilitar el intercambio de información, la mutua asistencia, la cooperación en el mantenimiento de la honestidad financiera de los participantes en los mercados de valores y a la consulta periódica en asuntos de interés mutuo concerniente al funcionamiento y vigilancia de los mercados de valores.

### III. SOLUCIÓN ESPAÑOLA

El tema de la información privilegiada en España aparece en la actualidad regulada en diversos lugares del ordenamiento. En principio y en términos generales, puede decirse que la solución española se inclina por una tutela de carácter administrativo. La legislación española al respecto es básicamente de índole preventiva y las infracciones se castigan mediante sanciones administrativas. La sanción penal es de carácter

muy fragmentario, pues sólo en un pequeño aspecto puede decirse que abarca las conductas de los *insiders*.

Así pues, debemos distinguir entre la regulación de la Ley del Mercado de Valores y la regulación del Código penal.

## 1. Ley del Mercado de Valores

Una primera regulación, parcial y escueta, aparece en el Real Decreto 1848/1980, de 5 de septiembre, sobre ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios, en cuyo art. 12 se establecía que:

«Todas las personas que tengan conocimiento de la preparación de la oferta pública sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo quinto están obligadas a guardar secreto hasta el momento en que se efectúe la difusión general de la misma en la forma prevista en el artículo anterior.

Los miembros de los Consejos de Administración y los directores de la sociedad promotora o afectada, o cualquier persona en situación de conocer la información confidencial correspondiente a la fase preparatoria de una oferta, además de guardar el secreto de las negociaciones, deberán abstenerse de hacer operación alguna en condiciones diferentes a las de la propia oferta pública de adquisición».

Posteriormente, se dictó el Real Decreto 279/1984, de 25 enero, el cual derogó el anteriormente citado Real Decreto 1848/1980 de 5 de septiembre, y estableció una nueva regulación de las ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios, cuyo art. 12 es una trasposición casi literal del art. 12 del derogado Decreto Ley, al que se le ha añadido un tercer párrafo que indica que «la Inspección financiera del Ministerio de Economía y Hacienda velará por el cumplimiento de lo dispuesto en este artículo en toda oferta pública de adquisición de títulos-valores».

En otras palabras, simplemente se establecía el deber de guardar secreto y el deber de abstención pero, realmente, no preveía sanción alguna para el infractor de alguno de estos deberes.

Una regulación más completa se realiza mediante la Ley del Mercado de Valores, Ley 24/1988, de 28 de julio, que ha sido modificada por la Ley 9/1991 de 22 de marzo, de incompatibilidades. Y, como complemento, deben citarse el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio y el Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, que recoge normas de actuación en los mercados y registros obligatorios, el cual, además, como Anexo contiene el «Código general de conducta de los mercados de valores».

La Ley del Mercado de valores (LMV), entre otros extremos, como dijimos, crea la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV),

establece normas de conducta, impone deberes a los poseedores de información privilegiada y establece un catálogo de infracciones (muy graves, graves y leves) y sus correspondientes sanciones.

### 1.1 *Información privilegiada: concepto*

Dispone el art. 81.3 que «a los efectos de la presente Ley se entiende por información privilegiada toda información de carácter concreto, que se refiera a uno o varios emisores de valores o a uno o varios valores, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría o habría podido influir de manera apreciable sobre la cotización de ese o de esos valores».

Se trata de una definición que sigue puntualmente el concepto ofrecido por la Directiva de la Comunidad, por lo que aquello que dijimos al respecto es de aplicación aquí.

### 1.2 *Deberes*

La LMV establece un **deber de salvaguardar datos**, que se descompone en otra serie de deberes, y un **deber de abstenerse de actuar**, que abarca la prohibición de realizar diversas conductas.

#### 1.2.1 Deber de salvaguardia

##### 1.2.1.1 NORMATIVA LEGAL

El art. 81.1 señala que «todas las personas o entidades que actúen en los mercados de valores o ejerzan actividades relacionadas con ellos y, en general, cualquiera que por razón de su trabajo, profesión, cargo o funciones posea datos o informaciones relativos a los mismos, deberán salvaguardar dichos datos e informaciones, sin perjuicio de su deber de comunicación y colaboración con las autoridades judiciales o administrativas en los términos previstos en ésta o en otras leyes. En particular, impedirán que tales datos o informaciones puedan ser objeto de utilización abusiva o desleal, denunciarán los casos en que ello hubiera tenido lugar y tomarán de inmediato las medidas necesarias para prevenir, evitar y, en su caso, corregir las consecuencias que de ello pudieran derivarse».

### 1.2.1.2 SUJETOS DEL DEBER

La ley se refiere a «todas» las personas o entidades que actúen en los mercados de valores o ejerzan actividades relacionadas con ellos. Es más, no contento con esa expresión tan amplia, añade que «cualquiera» que por razón de su trabajo, profesión, cargo o funciones posea datos o informaciones relativas a los mismos. No obstante, a pesar de las pretensiones de amplitud, lo cierto es que esta regulación es, al menos a primera vista, más restringida que la establecida en la Directiva.

En efecto, pues, como vimos, la Directiva distinguía entre los *insiders* y los *outsiders*, considerando a aquellos a los Directivos, accionistas y empleados. Sin embargo, la regulación española exige una labor interpretativa para poder afirmar la inclusión de dichas personas. Que están comprendidos los empleados es claro; el problema surge con los directivos y los accionistas. Tal vez pueda aceptarse que al referirse la ley a las personas que actúan en el mercado de valores o ejerzan actividades relacionadas con ellos, está abarcando a los accionistas. Más complicado puede resultar la cuestión de los directivos, aunque realmente cabe la respuesta afirmativa, bien por la referencia al cargo o bien como personas que actúan en los mercados de valores.

Evidentemente, los deberes de salvaguardia de información están establecidos para los *insiders*, no acogiendo a los *outsiders*. Esta solución es lógica, pues, a éstos no cabe imponerles la obligación de proteger una información que no les «atañe», en el sentido, de no poder ser reconocido a los *outsiders* ningún deber para con la misma o para con el objeto al que se refiere. No obstante, podría discutirse si en la referencia a «todas las personas» que actúan en los mercados de valores o ejerzan actos relacionados con ellos ha de incluirse a los *outsiders*. A nuestro modo de ver, la indicada frase debe relacionarse con la siguiente «y, en general, cualquiera que, por razón de su trabajo...», que es la que nos resuelve la cuestión, dado que conforme a la misma resulta claro que los *outsiders* no están abarcados por esta prohibición. Cuestión distinta se plantea en relación con los deberes de abstención, a los que nos referiremos más adelante.

En definitiva el deber de salvaguardar la información afecta a cualquiera que por razón del trabajo, posea información privilegiada.

No contiene la LMV una previsión similar a la contenida en el art. 2.2 de la Directiva, relativa a los supuestos en los que el infractor es una sociedad o cualquier tipo de persona jurídica. Ahora bien, aunque no es una forma muy correcta de preveer estos casos, sin embargo, al referirse a los sujetos activos de las infracciones, los dos primeros párrafos del art. 95 disponen que «las personas físicas y entidades a las que resulten de aplicación los preceptos de la presente Ley, así como quienes ostenten cargos de administración o dirección de estas últimas, que infrinjan normas de ordenación o disciplina del Mercado de Valores incurrirán en

responsabilidad administrativa sancionable con arreglo a lo dispuesto en este capítulo (párrafo primero).

Ostentan cargos de administración o dirección en las entidades a que se refiere al párrafo anterior, a los efectos de lo dispuesto en este capítulo, sus administradores o miembros de sus órganos colegiados de administración, así como sus Directores generales y asimilados, entendiéndose por tales aquellas personas que desarrollan en la entidad funciones de alta dirección bajo la dependencia directa de su órgano de administración o de comisiones ejecutivas o consejeros delegados del mismo» (párrafo segundo).

### 1.2.1.3 CONTENIDO DE ESE DEBER

En primer término, el deber se concreta en salvaguardar los datos o informaciones que entren en el concepto de «información privilegiada». Pero ese deber va, asimismo, acompañado de otros.

Así pues, existe el deber de impedir la utilización abusiva o desleal de tales datos o informaciones. Se trata de una clara referencia a la infracción de los arts. 13, 14 y 15 de la Ley de Competencia Desleal de 10 de enero de 1.991.

Además, se impone en la ley el deber de denunciar los casos en los que hubiera tenido lugar una utilización abusiva o desleal de los datos o informaciones.

Por último, también se establece el deber de tomar medidas precautorias para prevenir, evitar y, en su caso, corregir las consecuencias de la utilización abusiva o desleal de los datos o informaciones.

### 1.2.1.4 MURALLAS CHINAS (*chinese walls o watertight compartments*)

Junto a estos deberes aplicables tanto a personas como a entidades, existe también otro deber impuesto directamente a las entidades, que es el de establecer ciertas barreras en la información que se conocen con el nombre de murallas chinas.

El art. 83 LMV ordena que «toda entidad que actúe o pretenda actuar en los mercados de valores o preste servicios de asesoramiento sobre inversión en los mismos deberá asegurarse de que la información derivada de estas actividades no esté al alcance, directa o indirectamente, del personal de la propia entidad que trabaje en otro sector de actividad, de manera que cada función se ejerza de forma autónoma y sin posibilidad de que surjan conflictos de interés entre las mismas».

Aparece, por consiguiente, una nueva faceta del deber de proteger la información, pues, ya no se trata de que deba resguardarse la misma frente a terceros ajenos a la entidad, sino que es preciso establecer compartimentos dentro de la propia sociedad impidiendo que la información pueda pasar de uno al otro. Se pretende impedir, por ejemplo, que la información obtenida como consecuencia de operaciones bancarias, pueda ser utilizada por la propia entidad en el mercado de valores (se conoce la situación de la sociedad porque se le conceden préstamos, líneas de descuento, etc., y merced a esa información se compran o venden acciones de la citada sociedad).

El art. 3.4 del Código general de conducta de los mercados de valores, publicado como Anexo al RD de 3 de mayo de 1993, reitera la obligación de establecer los controles necesarios para impedir el traspaso de información.

#### 1.2.1.5 LÍMITE DEL DEBER DE SALVAGUARDIA

El art. 81. 1 establece el deber de salvaguardia sin perjuicio del deber de comunicación y colaboración con las autoridades judiciales o administrativas.

#### 1.2.2 Deber de abstenerse de actuar

##### 1.2.2.1 NORMATIVA LEGAL

El art. 81.2 de la LMV ordena que «todo el que disponga de alguna información privilegiada deberá abstenerse de ejecutar, por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente, las conductas siguientes:

- a) Preparar o realizar cualquier tipo de operación en el mercado sobre los valores a que la información se refiera.
- b) Comunicar dicha información a terceros, salvo en ejercicio normal de su trabajo, profesión, cargo o funciones.
- c) Recomendar a un tercero que adquiera o ceda valores o que haga que otro los adquiera o ceda, basándose en dicha información».

##### 1.2.2.2 SUJETOS DEL DEBER

Aquí ya las prohibiciones de actuar van dirigidas a «todo» el que disponga de alguna información privilegiada. No existe, por tanto, necesidad de establecer ninguna vinculación con el origen de la información;

es indiferente de donde proceda la información. Lo único que importa es que el sujeto posea la información, evidentemente, con conciencia de que se trata de una «información privilegiada».

De manera que las prohibiciones aquí impuestas abarcan tanto a los *insiders* como a los *outsiders*. Tanto conozca la información de primera mano como de un informador secundario, e incluso, la redacción legal va más lejos, pues abarca también a los que han adquirido la información privilegiada de forma casual. Por ejemplo, un camarero que oye accidentalmente una determinada información.

Así pues, en la regulación española se establecen prohibiciones al *outsider* (las b) y c) del art. 81.2) que, conforme a la Directiva, eran facultativas.

### 1.3 *Infracciones*

La LMV distingue entre infracciones muy graves, graves y leves, si bien en relación con el tema de la información privilegiada solo cabe que sean consideradas infracciones muy graves o graves, pero, en ningún caso leves.

Se estima infracción muy grave conforme al art. 99 apartado o), «el incumplimiento de lo dispuesto en los apartados 2 y 3 del art. 81 de esta Ley». Lo que no explica este apartado es como puede incumplirse el apartado 3 del art. 81, pues su contenido es un concepto.

Constituye infracción grave, de acuerdo con el art. 100 apartado r), «el incumplimiento de lo dispuesto en el apartado 1 del artículo 81 de esta Ley». También se considera infracción grave la inobservancia de lo dispuesto en el artículo 83 (art. 100 apartado n).

### 1.4 *Sanciones*

Las sanciones correspondientes a las infracciones muy graves y graves se encuentran recogidas en los arts. 102, 103, 105 y 106.

#### — Infracciones muy graves

El art. 102 dispone:

«Por la comisión de infracciones muy graves se impondrá al infractor una de las siguientes sanciones:

a) Multa por importe no inferior al tanto, ni superior al quíntuplo del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción o, en caso de que no resulte aplicable este

criterio, hasta el 5% de los recursos propios si se trata de una entidad o hasta cinco millones de pesetas en otro caso.

b) Suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que pueda realizar el infractor, en el Mercado de Valores durante un plazo no superior a cinco años.

c) Suspensión de la condición de miembro del mercado secundario oficial correspondiente por un plazo no superior a cinco años.

d) Revocación de la autorización cuando se trate de Sociedades o Agencias de Valores o de Sociedades Gestoras de Carteras.

Cuando se trate de la infracción prevista en el apartado o) del artículo 99, se impondrá en todo caso la sanción recogida en el apartado a) anterior del presente artículo, sin que la multa pueda ser inferior a 5.000.000 de pesetas y, además, una de las sanciones previstas en los apartados b), c) o d) del mismo precepto, según proceda por la condición de infractor».

Y, el art. 105 añade que:

«Además de la sanción que corresponda imponer al infractor por la comisión de infracciones muy graves, cuando se trate de una entidad comprendida en el número 1 o en el apartado b) del número 2 del artículo 84 de esta Ley, se impondrá una de las siguientes sanciones a quienes ejerciendo cargos de administración o dirección en la misma sean responsables de la infracción:

a) Multa por importe de hasta 5.000.000 de pesetas a cada uno de los responsables.

b) Suspensión en el ejercicio del cargo por plazo no superior a tres años.

c) Separación del cargo con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en la misma entidad por un plazo no superior a cinco años.

d) Separación del cargo con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en cualquier otra entidad financiera de la misma naturaleza por plazo no superior a diez años.

Cuando se trate de la infracción prevista en el apartado o) del artículo 99, se impondrá en todo caso la sanción recogida en el apartado a) anterior del presente artículo, sin que la multa pueda ser inferior a 5.000.000 de pesetas y, además, una de las sanciones previstas en los apartados b), c) o d) del mismo precepto».

— Infracciones graves

El art. 103 establece:

«Por la comisión de infracciones graves se impondrá al infractor una de las siguientes sanciones:

a) Amonestación pública, con publicación en el «Boletín Oficial del Estado».

b) Multa por importe de hasta el tanto del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción o, en caso de que no resulte aplicable este criterio, hasta el 2% de sus recursos propios, si se trata de una entidad, o hasta 2.000.000 de pesetas, en otro caso.

c) Suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que pueda realizar el infractor en el Mercado de Valores durante un plazo no superior a un año.

d) Suspensión de la condición de miembro de un mercado secundario oficial correspondiente por plazo no superior a un año.

Cuando se trate de la infracción prevista en el apartado r) del artículo 100, se impondrá en todo caso la sanción recogida en el apartado a) anterior del presente artículo y, además, una de las sanciones previstas en los apartados b), c) o d) del mismo precepto, sin que la multa que, en su caso, se impusiere, pueda ser inferior a 2.000.000 de pesetas ni superior a 5.000.000 de pesetas».

Y, el art. 106 añade que:

«Además de la sanción que corresponda imponer al infractor por la comisión de infracciones graves, cuando se trate de una entidad comprendida en el número 1 o en el apartado b) del número 2 del artículo 84 de esta Ley, se impondrá una de las siguientes sanciones a quienes ejerciendo cargos de administración o dirección en la misma sean responsables de la infracción:

a) Amonestación pública, con publicación en el «Boletín Oficial del Estado».

b) Multa a cada uno de los responsables por importe no superior a 2.000.000 de pesetas.

c) Suspensión en el ejercicio de todo cargo directivo en la entidad por plazo no superior a un año».

## 2. Solución penal

### 2.1 *Antes de la Ley Orgánica 9/1991 de 22 de marzo que modificó los arts. 367 y 368 del Código penal*

Con anterioridad a la Ley Orgánica 9/1991 de 22 de marzo, no existía en nuestro derecho penal referencia específica alguna a las conductas

de los *insiders*, por ello tales acciones o bien eran impunes o bien había que encontrarles sitio en otras figuras penales que, tal vez, en ciertos extremos podrían abarcar esos hechos, aunque de forma totalmente incompleta.

Así, podrían tomarse en consideración los delitos de los arts. 198, 367, 368, 400, 401, 404, 498, 499, 528, 539, 540 y 541. Pero, basta una atenta lectura de estos preceptos para convencernos de las escasas posibilidades de éxito que tienen para subsumir las acciones llevadas a cabo por aquellas personas que actúan con información privilegiada. Por esta razón, sí se considera que la sanción penal es necesaria, debía tipificarse la conducta creando al efecto un tipo penal *ad hoc*.

## 2.2 Después de la Ley Orgánica 9/1991 de 22 de marzo que modificó los arts. 367 y 368 del Código penal

Parece, al menos a primera vista, que el legislador optó por una solución penal, junto con la ya establecida sanción administrativa y se inclinó por establecer un tipo penal dedicado al abuso de información privilegiada. No obstante, lo cierto es que en realidad las conductas de los *insiders* siguen escasamente abarcadas por el nuevo art. 368 del Código penal.

La nueva regulación legal tiene dos aspectos altamente sorprendentes: por una parte, se crea un delito especial propio reduciendo el círculo de sujetos activos a los funcionarios públicos y a las autoridades, cuando en la gran mayoría de supuestos, como nos muestra el derecho comparado, los sujetos activos son particulares. Y, por otra parte, el art. 368 utiliza un término ya acuñado, como es el de «información privilegiada», que en el derecho comparado, en el derecho comunitario y en el nuestro (en la LMV), tiene un significado concreto, estable, pacífico y unánime; y, sin embargo, el citado art. 368 nos proporciona un concepto de «información privilegiada» que no se corresponde con el manejado internacionalmente. A partir de ahí, para el derecho penal la «información privilegiada» no significa lo mismo que para los demás. A mi modo de ver, las consecuencias que de todo esto se producen no tienen mucha razón de ser cuando vienen provocadas por una ley moderna, de 1991.

## IV. USO DEL SECRETO O DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

### 1. Bien jurídico protegido

Desde la óptica del *insider trading* y, por consiguiente, de lo que se denomina el abuso de información privilegiada, el bien jurídico protegido

do por un tipo penal que pretenda subsumir dichas conductas, habrá de ser aquel que motiva la criminalización de la conducta y que explica la necesidad de evitarlas. De tal manera que el bien jurídico protegido sería la confianza del inversor en el mercado de valores, en el que se afirma la igualdad de oportunidades.

Ahora bien, como el tipo del art. 368 sólo en cierta medida es aplicable a los supuestos *insider*, entonces, el bien jurídico protegido tiene que ser otro distinto: la actuación conforme al deber impuesto al funcionario, la defensa de la función pública, su imparcialidad y honestidad y, al tiempo, la confianza del ciudadano en la Administración pública.

El interés del particular, su patrimonio, en ninguno de los dos puntos de vista estaría protegido. En efecto, pues es muy discutible que la conducta del *insider* provoque perjuicios económicos. Por ejemplo, si el *insider* compra acciones sabiendo que van a subir de precio, lo cierto es que el vendedor de las acciones ya las tenía a la venta y se las hubiera vendido tanto al *insider* como a cualquier otra persona. Aunque el *insider* obtenga un beneficio posterior, cuando las acciones suban de precio, ello no quiere decir que, correlativamente, haya causado un perjuicio a aquél que le vendió las acciones.

Así pues, las cuestiones patrimoniales deberán resolverse mediante la aplicación de los tipos de la estafa, cuando sean de aplicación, esto es, cuando se cumplan sus elementos como engaño (manipulación en las cotizaciones con carácter previo; venta ocultando datos que sí deban ser revelados, etc.), error, acto de disposición y perjuicio patrimonial.

Por consiguiente, debe quedar claro que el bien jurídico protegido no se circunscribe al ámbito bursátil, es más, éste sólo tangencialmente será protegible mediante esta tipificación penal. Seguramente lo que el legislador tuvo en su pensamiento fue la utilización de otro tipo de informaciones que ciertos funcionarios públicos o autoridades pueden tener, como las de carácter urbanístico (recalificación de terrenos, etc.), o las derivadas de la adquisición de bienes por parte del Estado.

## 2. Tipo objetivo

Dispone el párrafo primero del art. 368 del Código penal que «el funcionario público o autoridad que, haciendo uso de un secreto de que tenga conocimiento por razón de su oficio o cargo, o de una información privilegiada, obtuviere un beneficio económico para sí o tercero, será castigado con las penas de inhabilitación especial y multa por el importe del valor del beneficio obtenido o facilitado. Si resultare grave daño para la causa pública o para tercero, las penas serán las de prisión menor e inhabilitación especial».

## 2.1 *Sujeto activo*

Desde el punto de vista del art. 368 del Código penal, únicamente puede ser sujeto activo del delito el funcionario público o autoridad y, ello, solamente en relación con información privilegiada que tenga conocimiento por razón de su oficio o cargo. Quedan pues excluidos los *outsiders*, esto es las personas que, aunque por su profesión no tiene acceso a la información privilegiada, sin embargo, se aprovechan de una confidencia del *insider*. Se pone así de manifiesto que en nuestro derecho, los *outsiders* quedan al margen del derecho penal (salvo «imaginando» una incriminación como partícipe en el delito del *insider*) y sometidos a sanciones administrativas. Pero, no puede decirse que mientras el *outsider* se encuentra regulado por el derecho administrativo, el *insider* está sometido al derecho penal, pues, en relación con los *insiders*, no todos serán abarcados por el derecho penal, sino tan solo aquellos que, como primer paso, sean «funcionario público.o autoridad». Precisamente, las prácticas *insider trading* proceden, en su gran mayoría, de personas que no son funcionarios públicos o autoridades, como nos muestra la jurisprudencia norteamericana, cuyos casos están referidos a abogados, ingenieros, analistas financieros, impresores, camareros, taxistas, etc.

## 2.2 *La conducta típica*

Mientras que en las figuras típicas recogidas en el art. 367 del Código penal, la conducta prohibida se centra en el hecho de *revelar* un secreto o cualquier información, aquí, en el art. 368, la acción se circunscribe al *uso* del secreto o de una información privilegiada, para lo cual no es preciso que el funcionario público proceda a la revelación del secreto, es más, en numerosas ocasiones, lo oportuno desde el punto de vista del fin perseguido por el autor será que el secreto continúe siendo secreto y que la información privilegiada siga sin ser divulgada.

La redacción legal es de carácter alternativo entre el secreto y la información privilegiada, aunque debido a la definición que de esta proporciona, realmente como veremos, la alternativa carece de excesivo sentido.

Por información privilegiada ha de entenderse, conforme al párrafo 2.º del art. 368, «toda información de carácter concreto que se tenga exclusivamente por razón del oficio o cargo públicos y que no haya sido notificada, publicada o divulgada». Definida en estos términos, la información privilegiada se delimita por dos notas: por una parte, ha de tratarse de información que se tiene únicamente por razón del oficio o cargo; y, por otra parte, ha de tratarse de información que no ha trascen-

dido al exterior del círculo de personas que por razón del oficio o cargo pueden tenerla. Ciertamente, estas dos notas no permiten delimitar la infracción privilegiada frente a la noción de secreto y, por consiguiente, la redacción legal más que alternativa resulta redundante.

Además, como hemos indicado, debe tenerse en cuenta que la definición legal de información privilegiada, precisamente por su amplitud, no se corresponde con la manejada ni en la legislación ni en la doctrina extranjera. En efecto, pues cuando se habla de información privilegiada, siempre se está circunscribiendo la materia al ámbito del mercado de valores. A ello ha de añadirse que no deja de llamar la atención que esta definición penal tampoco concuerde con la que nos proporciona el art. 81.3 de la Ley del Mercado de Valores, que, como vimos, la concreta al ámbito bursátil.

Pero, el contenido que el Código penal concede al término «información privilegiada», es sumamente amplio, comprensivo, en términos generales, de cualquier información no conocida por el público, por lo que su ámbito se extiende mucho más allá del mercado de valores. Sin embargo, junto a ello, el concepto español tiene una importante restricción desde el momento en que el sujeto activo ha de ser un funcionario público o una autoridad. Esta restricción es de tal entidad que conduce a afirmar que en realidad mediante este tipo penal no pretenden atajarse las prácticas *insider trading*, lo cual no es de extrañar habida cuenta el Título del Código en el que ha sido incluida esta figura típica.

Así pues, la conducta típica se centra en *hacer uso* de la información privilegiada, es decir, en aprovecharse de ella llevando a cabo alguna o algunas acciones de las que redundará el beneficio económico. La utilización de la información exige que exista una relación lógica entre la información y el obrar del sujeto, obrar que solo es explicable (*ex ante*) en un sujeto que tiene en cuenta la información que posee. Entre el obrar del sujeto y el beneficio económico obtenido debe existir una relación de manera que éste pueda ser imputado a aquél.

Se trata de un delito de acción que no puede ser cometido de forma omisiva (en comisión por omisión).

### 3. Tipo subjetivo

Es un delito doloso y, dado que es preciso **que** el sujeto aproveche la información privilegiada con el fin de obtener un beneficio económico, no puede ser cometido imprudentemente. El ánimo del sujeto tiene que abarcar esta finalidad.

#### **4. Consumación**

El tipo del art. 368 está estructurado como delito de resultado, pues exige que, debido al uso de la información privilegiada, el sujeto obtenga un beneficio económico, para sí o para tercero. El beneficio económico puede consistir tanto en conseguir una ganancia como en evitar una pérdida. Existe previsto en el Código, una cualificación para el caso de que resultare grave daño para la causa pública o para tercero.

La exigencia típica de un resultado conduce a que puedan ser posibles las formas imperfectas: caben por tanto, la tentativa y la frustración.