

LA CRIMINALIZACIÓN DE LAS TRANSACCIONES BURSÁTILES CON INFORMACIÓN PRIVILEGIADA: EL DELITO DE INSIDER TRADING

José Leandro Reaño Peschiera*

SUMARIO.- 1. Aproximación Inicial. 2. El iniciado o *insider* como autor de la infracción penal. 2.1. El iniciado primario. 2.1.1. El iniciado societario. 2.1.2. El iniciado profesional. 2.2. El iniciado secundario. 2.3. El iniciado en el Código penal peruano. 2.4. Críticas y propuestas de *lege ferenda*. 3. La información privilegiada como objeto material del delito de *insider trading*. 3.1. Técnica de remisión legislativa. 3.2. Noción normativa bursátil de «información privilegiada» 4. La utilización indebida de información privilegiada como comportamiento típico. 5. La exigencia de un resultado beneficioso: ¿Es necesaria la fijación de una cuantía mínima para delimitar la infracción administrativa de la infracción penal?. 6. Epílogo.

1. Aproximación Inicial

Caso de emisión de bonos del Tesoro Público peruano. «Entre insinuaciones de todo tipo e indignación del ministro de Economía, el Perú lanza al mercado internacional por primera vez desde 1928 bonos del Tesoro por US\$ 1,500'000,000.00. El optimismo del gobierno contrasta con las críticas del FMI (Fondo Monetario Internacional) y con las experiencias de algunos otros países latinoamericanos». «El miércoles 6 (de febrero de 2002), seis bancos de Nueva York recibieron órdenes de cientos de inversionistas interesados en la transacción. (Trascendió que la demanda por el bono superó hasta tres veces la oferta)». «Un comunicado del APRA acusa al MEF de faltas administrativas en el proceso de aprobación de la emisión y señala que no hubo transparencia en la selección de los bancos colocadores en el mercado internacional (Citibank-Salomon, JP Morgan Chase)¹. «Caretas, obtuvo esta semana del Ministerio de Economía la lista completa de los clientes finales en las dos operaciones bursátiles ejecutadas el pasado 6 de febrero hasta el 21 último en Nueva York». «El canje de “Soberanos” por Bradys es la parte de la operación que más polvo ha levantado a nivel local. Y en el Congreso siguen sin soltar la lupa. Las preguntas de rigor: ¿Quiénes se beneficiaron con el canje de un bono por otro?. ¿Alguien acaso especuló a su favor con **información privilegiada**? Las indagaciones se centran naturalmente en el consorcio agente emisor compuesto por JP Morgan Chase-Citigroup (que incluye al Citibank y el Salomon Smith Barney) –que ganó en diciembre la subasta del MEF para llevar a cabo la emisión peruana- y sus empresas asociadas. Y, en efecto, en la lista del canje surgen los nombres de Salomon, Salomon Asset Management y un singular “Citibank as custodian for a/c 114543”. Sigue siendo un misterio cuántos bonos Brady canjearon estos caballeros, potencialmente cercanos a quienes estaban al tanto del teje y maneje de este segmento de la operación. Pero son apenas cinco empresas de un total de 102»².

Caso de adquisición de acciones de Cervesur. El 17 de marzo de 2000, la empresa Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Jhonston lanzó una Oferta Pública de Adquisición (OPA), tendente a adquirir el 100% de las acciones representativas del capital social de la Compañía Cervecera del Sur del Perú (Cervesur). De acuerdo al Prospecto Informativo presentado a la BVL, Backus pagaría S/. 21 por acción de Cervesur, casi el doble de su valor de cotización. La operación se concretó el 25 de abril con la adquisición del 98% de acciones de Cervesur. Esta transacción involucró una inversión de S/. 430'000,000.00 para el Grupo Backus. Durante este procedimiento de adquisición pública de valores, diversos sujetos compraron acciones de Cervesur poco antes que se divulgue al mercado la intención de Backus de adquirir esta empresa vía una OPA. Estas personas pagaron aproximadamente S/. 11 por acción de Cervesur y cobraron S/. 21 por acción vendida en el marco de la OPA. Es decir, que un corto período obtuvieron ganancias del orden de S/. 10 por acción, amén, probablemente en muchos casos, del uso indebido de información privilegiada.

Caso Telefónica de España. En 1998 estalló en España el «Caso Villalonga», que debe su denominación al nombre del Presidente del Directorio de la empresa Telefónica de España. Mientras se sostenía una negociación secreta a fin de fusionar esta sociedad con la empresa norteamericana de telecomunicaciones MCI-WorldCom, Villalonga adquirió 198'000,000 de pesetas en opciones de

* Profesor de Derecho Penal en la Pontificia Universidad Católica del Perú y en la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas.

¹ Revista “Caretas” N°1707/Febrero 7, 2002, pp. 17-19.

² Revista “Caretas” N° 1710/Febrero 28, 2002, pp. 22-23.

compra de acciones de Telefónica, merced a un crédito otorgado por el grupo Argentaria. Coetáneamente, uno de los asesores externos de Telefónica -Alberto Cortina- realizó una operación similar por el mismo monto. Villalonga ganó 21'300,000 pesetas en sólo 14 días ya que vendió sus títulos antes del vencimiento de los contratos de opción y después que diera a conocer públicamente las negociaciones de fusión con la transnacional norteamericana.³ Finalmente, el Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en sesión de 2 de agosto de 2000 archivó las investigaciones por considerar que: «no hay indicios suficientes que justifiquen la incoación de un procedimiento sancionador por uso indebido de información privilegiada», pues la obligación de los accionistas de los emisores y asesores de éstos de notificar al mercado la adquisición de acciones fue introducida en la Ley del Mercado de Valores española recién en 1999, esto es, con posterioridad a la operación de Villalonga.

Fue el profesor Klaus Tiedemann quien en 1992, con motivo de su investidura como «Doctor Honoris Causa» por la Universidad Autónoma de Madrid, se refirió a la protección penal del mercado de valores como una de las materias necesitadas de urgente regulación en el futuro más inmediato⁴. Y efectivamente, a partir de la Directiva 89/592/CEE sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada, los ordenamientos jurídicos europeos han optado decididamente por la criminalización de los abusos de información privilegiada. En esta línea, se inscribe la Ley italiana de 17 de mayo de 1991, la Ley alemana de 26 de julio de 1994, el art. 285° del Código penal español de 1995, el art. 161° del Código penal suizo, y el art. 51° del reciente Proyecto de Eurodelitos.

Nuestro ordenamiento jurídico no ha sido inmune a dicho proceso criminalizador, pues con ocasión de la promulgación de la Ley del Mercado de Valores de 1996 se incorporó en el Código penal el delito de abuso de información privilegiada. Específicamente, el art. 251°-A de nuestro texto punitivo prevé una pena conminada de 1 a 5 años de privación de la libertad para quienes, de forma directa o a través de terceros, obtienen beneficios económicos mediante el uso de información privilegiada. Por su parte, la modalidad agravada prevé penas de 5 a 8 años de privación de la libertad, en caso que el comportamiento típico sea ejecutado por sujetos que tienen una participación activa en el Mercado de Valores, tales como los directores, funcionarios o empleados de una Bolsa de Valores, de un agente de intermediación, de las entidades supervisoras de los emisores, de las clasificadoras de riesgo, de las administradoras de fondos mutuos de inversión en valores, de las administradoras de fondos de inversión, de las administradoras de fondos de pensiones, de las empresas bancarias, financieras o de seguros.

La propia desintermediación del mercado de valores lo convierte en un espacio ínsitamente riesgoso. Definitivamente, todo agente superavitario que deposita sus ahorros en una entidad bancaria lo hace con la seguridad que éstos no se desvanecerán, aunque el interés que se genere sea de escasa entidad, pues en el peor de los casos (Intervención de la institución por la SBS, liquidación, etc) dichos recursos estarán protegidos por el Fondo de Seguro de Depósito regulado en la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros⁵. Efectivamente, el objeto de este Fondo es proteger a quienes realizan depósitos en las empresas del sistema financiero, dándoles cobertura en caso que la entidad bancaria sea sometida al régimen de vigilancia por parte de la SBS. Asimismo, en el sistema bancario los riesgos de inversión para los agentes deficitarios se encuentran minimizados, pues las garantías sólo se perderán por causas imputables al propio cliente de la entidad financiera, en la medida que no cumpla con extinguir la obligación adquirida.

En el mercado bursátil el escenario no es el mismo. De entrada, la elección de los valores en los que se invertirá y la oportunidad en que serán cedidos resulta trascendental para la obtención de beneficios, los cuales pueden ser mayores a los ofrecidos por las entidades bancarias, pero también pueden ser nulos o, peor aún, existe el riesgo que los recursos invertidos sencillamente se desvanezcan. Asimismo, el financiamiento que ofrece el mercado de valores exige previamente una inversión por parte de los agentes deficitarios, consistente en la adquisición del valor mobiliario que se decide ceder. A diferencia de lo que sucede en el sistema bancario, en el mercado bursátil no existe un intermediario calificado que capte y coloque recursos, sino que los agentes deficitarios entran en contacto directo con los superavitarios.

³ Vid. Diario "El País" de España, edición del jueves 3 de agosto de 2000. <http://www.elpais.es>.

⁴ TIEDEMANN, Klaus. «Presente y Futuro del Derecho Penal Económico». En: Estudios Jurídicos. Hacia un Derecho penal económico europeo. Jornadas en Honor del profesor Kalus Tiedemann. Universidad Autónoma de Madrid, 1995, pp. 32-33.

⁵ Vid. Artículos 114° a 157° de la Ley N° 26702.

De suyo, la presencia de iniciados⁶ en el mercado bursátil afecta la confianza de los inversionistas en el flujo de información necesaria para tomar una decisión razonable de adquisición o transferencia de valores, y hace que dicho mercado sea percibido como un “club” en el que sólo pueden operar con éxito aquellos que conforman la élite de iniciados. Esta percepción del mercado de valores como un «espacio altamente criminógeno»⁷ determina que el público inversionista recurra mayoritariamente al sistema bancario en busca de recursos, pese a las elevadas tasas de interés activo que afectan a los créditos y a la rentabilidad comparativamente escasa que ofrece, en relación a las posibilidades de maximización de recursos que presenta el mercado bursátil.

Partiendo de esta realidad, la opción legislativa vinculada a la incorporación de los abusos de información privilegiada en el catálogo de delitos de la Parte Especial del Código penal, constituye un primer e importante paso en la protección del funcionamiento eficiente del mercado de valores. Precisamente, el reconocimiento de este interés como merecedor de tutela penal ha dado lugar a la nueva categoría de los delitos bursátiles, caracterizada también por comportamientos no reconducibles a los abusos de información privilegiada, tales como la manipulación fraudulenta del curso de los valores, el ocultamiento de información relevante para la correcta formación de precios, y la difusión de informaciones falsas que incidan en la cotización de los valores. Al respecto, un segundo paso ha sido dado por la Ley N° 27649, de 23 de enero de 2002, que incorporó en el Código penal el delito de intermediación bursátil no autorizada⁸.

Ahora bien, la formulación del precepto penal que criminaliza las prácticas *insider trading* presenta problemas de interpretación que deben ser identificados y superados, siendo incluso necesario introducir algunas modificaciones que permitan su aplicación práctica, pues, desde su entrada en vigencia en octubre de 1996, aún no asistimos a su estreno en sede jurisdiccional.

Partiendo de la descripción típica del artículo 251º-A del Código penal, en las líneas siguientes se abordan los aspectos que mayor controversia dogmática suscitan en la doctrina; a saber: a) las cualidades especiales que hacen idóneo al sujeto activo de la infracción penal, identificando la opción seguida por el Código nacional y la necesidad de introducir correctivos; b) los alcances del objeto material del delito; c) el elenco de comportamientos criminalizados; y, d) la exigencia del resultado material, expresada en la obtención de beneficios o evitación de perjuicios de entidad económica, así como la evaluación de la necesidad de fijar un umbral cuantitativo, como criterio político-criminal que delimite la intervención penal de la administrativa.

2. El iniciado o *insider* como autor de la infracción penal.

La delimitación y concreción de la órbita de autores en el delito de iniciados ha merecido un profuso tratamiento por parte de la doctrina especializada. Precisamente, el delito estudiado debe su *nomen iuris* a éste elemento material del injusto, cuya trascendental importancia ha sido destacada por Terradillos al afirmar que «constituye el elemento clave de la incriminación, ya que se discute poco acerca de la necesidad del castigo de estas conductas, y mucho sobre los sujetos que deben caer bajo el manto de la prohibición y sanción»⁹.

El estudio de los iniciados, en tanto destinatarios de la norma penal peruana, conviene abordarlo desde las diversas categorizaciones que la doctrina y legislación comparada han desarrollado, a fin de entender la opción político criminal hacia la que se ha decantado nuestro legislador y justificar la urgente redefinición que el tema exige. Sin duda, la individualización del iniciado pasa por definir el

⁶ El Diccionario de la Lengua Española define «iniciado» como aquel que comparte el conocimiento de una cosa secreta.

⁷ MUÑOZ CONDE, Francisco. «Los nuevos delitos de tráfico de influencias, revelación de secretos e informaciones y uso indebido de información privilegiada (Comentarios a la Ley Orgánica 9/91, de 22 de marzo, por la que se reforma el Código penal español)». En: Apéndice a: MUÑOZ CONDE, Francisco. Derecho penal. Parte especial. 8ª ed. Valencia: Tirant lo Blanch 1990, p. 27.

⁸ Efectivamente, la Decimoprimer Disposición Final de la Ley N° 27649 incorporó el art. 243º-B, dentro del Capítulo V, del Título IX (Delitos contra el Orden Económico) del Código Penal, en los siguientes términos: «Art. 243º-B.- El que por cuenta propia o ajena realiza o desempeña actividades propias de los agentes de intermediación, sin contar con la autorización para ello, efectuando transacciones o induciendo a la compra o venta de valores, por medio de cualquier acto, práctica o mecanismo engañoso o fraudulento y siempre que los valores involucrados en tales actuaciones tengan en conjunto un valor de mercado superior a cuatro (4) UIT, será reprimido con pena privativa de libertad no menor de uno (1) ni mayor de cinco (5) años».

⁹ TERRADILLOS BASOCO, Juan. «Protección penal del mercado financiero». En: Martínez-Buján Pérez, Carlos (Director). Primer Congreso Hispano - Italiano de Derecho penal económico. A Coruña, 1998, pp. 170-171.

tipo de vinculación que une al sujeto informado con la sociedad emisora de la que procede la información.

En el Derecho norteamericano la distinción entre *insider* y *outsider* se ensayó a partir de tres teorías: a) «*the equal access theory*», también denominada «*unfairness doctrine*» (teoría del acceso igualitario); b) «*the fiduciary duty theory*» (teoría del deber de confianza); y, c) «*the misappropriation theory*» (teoría de la apropiación indebida).

Según la teoría del acceso igualitario a la información, todos los intervinientes en el mercado de valores tienen un deber de veracidad para con el resto de inversionistas, asentado sobre la base de un pretendido principio de «igualdad material». Por ello, todos los que poseen información privilegiada están obligados, alternativamente, a revelar el secreto o a abstenerse de actuar (*disclose or refrain duty*), pues utilizar dicha información en una transacción bursátil implica una actuación inequitativa (*inherent unfairness*). En puridad, dicho deber general de abstención o divulgación no alcanza a todos los inversionistas bursátiles, sino sólo a aquellos vinculados con el emisor, y la pretendida igualdad material en el acceso a la información no es característica ínsita del mercado de valores, pues la asimetría informativa es consustancial a este mecanismo alternativo de financiación.

La aplicación de la teoría del deber de confianza se circunscribe a las operaciones «cara a cara» o «*face to face*», en las que los inversionistas están en relación directa, exentos de agentes de intermediación bursátil. Se afirma que en esta clase de operaciones existe un mutuo deber de confianza y fidelidad, por lo que cada parte debe revelar -a su contraria- la información privilegiada que posee. Esta teoría fue aplicada en la década de los '80 por el Tribunal Supremo de los Estados Unidos de Norteamérica en el caso *Chiarella versus United States* (445 U.S. 222). Vincent Chiarella se desempeñó como empleado en la imprenta Pandick Press que tenía a su cargo el diseño de prospectos informativos y folletos con datos financieros. Pese a que por medidas de seguridad, en caso de anuncios de ofertas de adquisición de acciones la identidad de las empresas emisoras se ocultaba bajo nombres distorsionados o dejando dicho espacio en blanco, *Chiarella* fue capaz de descubrir los nombres de dichas empresas, adquiriendo acciones de las sociedades objeto de oferta y transfiriéndolas después de que las ofertas se hicieran públicas. Amén de estas operaciones, obtuvo beneficios del orden de US\$ 30,000 en 14 meses. En las dos primeras instancias *Chiarella* fue condenado a 1 año de prisión efectiva y 5 años de libertad condicional, por haber abusado de información privilegiada. Sin embargo, en aplicación de la teoría del deber de confianza, el Tribunal Supremo revocó la sentencia condenatoria por considerar que Chiarella no estaba vinculado a ninguna relación de confianza o fidelidad respecto a los accionistas de la sociedad emisora, de modo que no tenía la obligación de revelar la información que poseía antes de realizar sus transacciones¹⁰. Tal como se advierte en este caso, fundamentar la individualización del iniciado exclusivamente en la quiebra de un deber de confianza o fidelidad (*breach of duty*) con su contraparte reduce considerablemente el ámbito de la prohibición.

Por su parte, la teoría de la apropiación indebida impone a los inversionistas la obligación de revelar la información privilegiada o abstenerse de utilizarla cuando haya sido obtenida ilegalmente (hurto) o mediante el quebrantamiento del deber de confidencialidad¹¹. Esta construcción fundamenta la delimitación del iniciado en la forma de acceso a la información, la cual necesariamente ha de ser ilegal o implicar la transgresión de un deber de fidelidad (en la obtención), de modo que quedan fuera del espectro de la prohibición aquellos que, accediendo de modo lícito a la información privilegiada, la utilizan indebidamente, sea utilizándola en beneficio propio o suministrándola a terceros. Esto es, al poner el énfasis en el acceso a la información, descuida la salida de la misma. Por lo demás, el acceso indebido a una información privilegiada no convierte automáticamente al receptor en iniciado, pues puede ocurrir que dicha información nunca sea utilizada ni divulgada.

Como puede advertirse, en el Derecho norteamericano el ámbito subjetivo es demasiado amplio, de modo que se incluye como iniciado a cualquier persona que realiza prácticas fraudulentas relacionadas a la compraventa de valores mobiliarios. Efectivamente, la Rule 10b-5 SEA 1934 señala: «Utilización de recursos manipuladores o engañosos. Será ilegal que cualquier persona, directa o indirectamente, empleando cualesquiera medios de comercio interestatal o el correo, o mediante el uso de cualquier Bolsa nacional de valores: a) emplee cualquier medio, proyecto o artificio para defraudar; b) haga cualquier declaración falsa acerca de un hecho relevante necesario para que sus declaraciones no resulten engañosas a la luz de las circunstancias en que fueron hechas; c) participe

¹⁰ *In extenso*. Vid. COTRELL, J. «*Insider Dealing in the United States-I: The Law*». En: New Law Journal N° 136 (1986).

¹¹ Vid. COTRELL, J. «*Insider Dealing in the United States-II: The Cases*». En New Law Journal N° 136 (1986).

en cualquier acto, práctica o transacción que dé como resultado o pueda dar como resultado el fraude o engaño a una persona. Todo ello con relación a la compra o venta de cualquier valor mobiliario».

La jurisprudencia norteamericana resuelve el problema de la información obtenida de manera casual, sancionando al *outsider* por quebrantamiento de la lealtad debida a la fuente de la información. En la regulación jurídica de los Estados Unidos no se sanciona la infracción del deber de lealtad con el emisor del valor, sino la ruptura de la fidelidad con el mercado frente al cual un comportamiento leal obliga a «informar o abstenerse».

El vacío que subyace a los modelos de individualización del «iniciado» propuestos por el Derecho norteamericano ha sido cubierto -en el ámbito europeo- por la directiva 89/592/CEE, cuyo artículo 2º.1 identifica 3 clases de infractores: a) los miembros de los órganos de administración, de dirección o de control del emisor; b) los accionistas; y, c) aquellos que por su trabajo, profesión o función tengan acceso a información privilegiada. Por su parte el artículo 4º de la Directiva extiende la delimitación a «cualquier otra persona que realice las conductas prohibidas, siempre y cuando posea la información con **conocimiento de causa**, y provenga de uno de los sujetos que detalla el artículo 2.1». La referencia al elemento «con conocimiento de causa» excluye los casos de utilización de información privilegiada proveniente del azar o de sujetos no vinculados al emisor.

La Directiva comunitaria utiliza la «conexión empresarial» como criterio delimitador del iniciado, que pone la mira en el acceso a la información privilegiada, bien por la posición que ostenta una persona en la empresa emisora, o por las concretas relaciones que mantiene con ella¹². Este último supuesto estira el concepto de iniciado a personas ajenas a la empresa de la que procede la información. Bajo este criterio de la «conexión empresarial» es posible agrupar a los iniciados en dos categorías: Iniciados primarios y secundarios

Por un lado, los iniciados primarios son definidos por la Directiva comunitaria como aquellos 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»¹³. Se caracterizan por el acceso directo a la información privilegiada, prescindiendo de intermediarios para tal fin. A su vez, dentro de esta categoría se distinguen dos clases de iniciados según la posición desde la que acceden a dicha información. Así, pueden identificarse las siguientes sub categorías de iniciados primarios: a.1) Iniciados primarios institucionales¹⁴, comprende a los directores y miembros del órgano administrador de la sociedad emisora, y a los accionistas mayoritarios, esto es, que poseen una participación significativa en el capital del emisor. En buena cuenta, esta sub categoría engloba como iniciados a todos aquellos encargados de la marcha societaria del emisor; y, a.2) Iniciados primarios internos -no institucionales- y externos, que involucra a todos aquellos sujetos que tienen acceso a la información privilegiada amén del ejercicio de su trabajo, profesión o función. En esta categoría se distinguen los empleados del emisor (iniciados primarios internos no institucionales) y aquellos que mantienen una relación profesional con la sociedad emisora, o que por sus funciones se relacionan con ella, sin pertenecer a su plantilla (iniciados primarios externos);

De otro lado, los iniciados secundarios, también denominados «*tippees*» porque reciben un dato de primera mano (*tip*), son definidos por el artículo 4º de la Directiva comunitaria como aquellos sujetos que con conocimiento de causa poseen una información privilegiada proveniente -directa o indirectamente- de un iniciado primario. Al respecto, no se incluye en esta categoría a los mal llamados «iniciados ocasionales»¹⁵, aquellos sujetos que están en posesión de información privilegiada en virtud del azar o la han recibido de manos de un iniciado secundario, pues en puridad estos no son «iniciados».

En el marco de la Directiva comunitaria 89/592/CEE los ordenamientos europeos han desarrollado distintos modelos de individualización de los iniciados, que van desde la enumeración taxativa de los sujetos, pasando por las fórmulas que distinguen entre iniciados primarios y secundarios, aquellos modelos que ponen énfasis en el abuso de posición del iniciado, hasta aquellas construcciones amplias que recurren a la expresión genérica «cualquiera que posea información privilegiada».

¹² RODRÍGUEZ RÚZ, Luis Ramón. Protección penal del mercado de valores. Valencia: Tirant lo Blanch, 1997, pp. 270-271.

¹³ Artículo 2º de la Directiva de la Comunidad Económica Europea N° 89/592/CEE

¹⁴ GÓMEZ INIESTA, Diego José. La utilización abusiva de información privilegiada. Madrid: Mc Graw Hill, 1997, p. 181.

¹⁵ En puridad, no son «iniciados».

Gómez Iniesta, partiendo de la clasificación propuesta por Seminara, identifica 3 modelos de delimitación de iniciado en las normativas anti-insider europeas¹⁶: a) modelo subjetivo estricto, que circunscribe el círculo a categorías de sujetos en las que la utilización de información privilegiada aparece unida a abusos de posición en el emisor (iniciado societario), función u oficio (iniciado profesional o empresarial); b) modelo subjetivo amplio, en el que cualquiera que se encuentre en posesión de información privilegiada es iniciado; y, c) modelo subjetivo intermedio, que incluyen en la categoría de iniciado a aquellos sujetos que participan en el capital social del emisor (iniciado societario) o en razón del ejercicio de una función, profesión u oficio (iniciado profesional o empresarial), y a aquellos que directa o indirectamente hayan obtenido una información privilegiada de manos de un iniciado primario, con conocimiento de causa (iniciados secundarios).

En Gran Bretaña la normativa anti-insider ha sido desarrollada a partir de la *Companies Act* de 1980, en la que se prohíbe toda negociación realizada con información privilegiada por directores o por quienes lo hubiesen sido en los 6 meses anteriores¹⁷. En dicho ordenamiento, el carácter «privilegiado» de la información está relacionado a un deber de divulgación y su contenido debe referirse al ámbito propio de la empresa con la que el iniciado se vincula, cuya valoración (vínculo iniciado-empresa) se deja a cargo de los tribunales. El modelo británico de individualización de iniciados se erige sobre una presunción de acceso a la información privilegiada, dirigida a los directores de las sociedades emisoras, y a la vinculación existente entre el *insider* y la empresa de donde procede la información, dejando su concretización a la jurisprudencia, característica de la tradición jurídica anglosajona.

El Derecho alemán, por su parte, se caracteriza por el gran desarrollo autorregulativo que ha merecido la persecución de los abusos de información privilegiada. Efectivamente, la particularidad esencial de este modelo es el sometimiento voluntario de las sociedades emisoras e intervinientes en el mercado de valores a «códigos de conducta» o reglas autonormativas entre las que se distinguen: a) reglas de comportamiento de los intermediarios financieros y asesores; y, b) reglas de procedimiento¹⁸. Respecto a las primeras, se adopta un concepto restrictivo de iniciado que excluye a accionistas con participaciones iguales o superiores al 25% del capital social del emisor, pero que incluye -en casos excepcionales- a iniciados extrasocietarios, siempre que su conducta sea reconducible a la de un *insider* societario, pues estamos ante normas de sumisión voluntaria para las sociedades cotizantes en Bolsa. Refiriéndose al modelo alemán, Otto considera inapropiado para el tráfico mercantil imponer a los intervinientes en el mercado de valores un deber de veracidad, pues «la utilización de un conocimiento especial no es socialmente peligroso o lesivo socialmente *per se*»¹⁹. Este autor propone delimitar el círculo de iniciados en función al resultado disvalioso, en tanto acto fraudulento que implica la utilización de información privilegiada. Así, según este planteamiento, poseen tal condición: «los miembros del órgano de administración, dirección o supervisión del emitente o de una empresa vinculada con él, así como el correspondiente círculo de personas de una institución de crédito vinculada profesionalmente con el emitente, personas que participan en el capital del emitente con más del 5% o 10% o ejercen un análogo derecho de voto, miembros de las representaciones de empresarios, censores de cuentas, controladores especiales, asesores fiscales y empresariales, que se desempeñen o hayan desempeñado su actividad para el emitente»²⁰.

La incriminación de los iniciados en Francia se encuentra prevista en el art. 10^o.1 de la Ley de 1970, y sus sucesivas modificaciones de 1983, 1988 y 1989, que distingue a los denominados «iniciados por naturaleza», también denominados iniciados de derecho, primarios o directos, para referirse a los directores de las sociedades emisoras, y a los «iniciados ocasionales», también llamados iniciados de hecho, secundarios o indirectos, para referirse a todos aquellos que en virtud del ejercicio de su profesión o función pueden acceder a información privilegiada²¹. La legislación y jurisprudencia francesa se ha decantado por un modelo subjetivo amplio, pues el vínculo profesional del iniciado con la empresa emisora de valores ha sido interpretado de manera amplia, de tal suerte que «la obtención de una información privilegiada puede resultar de un hecho material, incluso puramente fortuito, desde el momento en que es obtenida con ocasión del ejercicio de una profesión»²². La categoría del

¹⁶ GÓMEZ INIESTA, Diego José, op. cit., pp. 190-191.

¹⁷ BIRDS, J. The consolidation of the Companies Act. 1985, pp. 151 y ss.

¹⁸ Vid. ELSING/SHOOK-WIERCIMOK. *New German insider trading regulations*. "IFLR", enero 1988, p. 30.

¹⁹ OTTO, Harro. «El abuso de información privilegiada como delito de peligro abstracto». En: Estudios Jurídicos, cit., p. 467.

²⁰ Ibid., p. 468.

²¹ GIUDICELLI-DELAGE, Genevieve. «El delito de iniciados en el Derecho francés». En: Estudios Jurídicos, cit., p. 403.

²² Ibid., loc. cit.

«iniciado ocasional» extiende el radio de acción de la norma anti-insider de forma prácticamente ilimitada, debiéndose restringir el tipo penal a partir del concepto de «información privilegiada».

El Código Penal suizo ha tipificado el delito de iniciados a través de la criminalización de 2 comportamientos. Por una parte, el artículo 161°, inciso 1), párrafos 1 a 4, reprime la explotación de información privilegiada realizada por determinados sujetos taxativamente determinados en la norma penal, mientras que el párrafo quinto de dicho inciso reprime el suministro de información privilegiada realizado por cualquiera de estos sujetos a un tercero, para hacer posible su explotación por parte de éste. Por otra parte, el artículo 161°, inciso 2), sanciona al tercero que, para obtener un provecho para sí o para otro, explota una información privilegiada que le ha sido transmitida por alguno de los sujetos contemplados en el inciso 1).

Respecto a los comportamientos incriminados en el inciso 1) del artículo 161°, el Código Penal suizo se decanta por un diseño subjetivo marcadamente restrictivo, pues circunscribe el círculo de autores a un grupo determinado de personas exhaustivamente detalladas, pudiéndose distinguir: a) iniciados *stricto sensu* (*echte Insider*), conformados por quienes poseen la calidad especial de miembros de un consejo de administración, de dirección, o del órgano de revisión, o de apoderado de una sociedad anónima o de una sociedad dominante o dependiente de esta sociedad; y, b) iniciados *lato sensu* (*unechte Insider*), que son los miembros de una autoridad, los funcionarios (iniciados impropios) y los auxiliares de todos quienes pueden ser iniciados²³. En buena cuenta, sólo se confiere la calidad de sujeto activo de este delito especial al iniciado societario, y los denominados iniciados profesionales y empresariales, en tanto estén en estrecha relación con los primeros. Para el modelo suizo el criterio delimitador del círculo de iniciados está dado por la especial relación sujeto - empresa, y no en el deber de reserva. Ello explica que queden fuera de esta categoría los empleados de la sociedad emisora.

Con relación a las conductas objeto de criminalización en el inciso 2) del artículo 161°, el Código penal suizo optó por un delito común al otorgar la calidad de iniciado a quienes obtienen un beneficio pecuniario merced a una información privilegiada recibida -directa o indirectamente- por alguno de los sujetos detallados en el numeral 1) de dicha norma, o la divulgan para obtener una ventaja económica. En buena cuenta esta segunda modalidad incluye a verdaderos «iniciados secundarios» o «*tippees*» (terminología americana) o «*tipnehmer*» (terminología alemana)²⁴, pudiéndose concluir que el ordenamiento suizo adopta una postura mixta de iniciado, claramente diferenciada.

Uno de los casos paradigmáticos de modelo de iniciado intermedio es el italiano, cuyo tipo penal contenido en el artículo 180° del Decreto Legislativo N° 58/1998 sanciona con pena de prisión de hasta 2 años y con multa de 20'000,000 a 600'000,000 de liras a: «1. [...] quien estando 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: a) adquiere, vende o realiza otras operaciones, incluso por medio de persona interpuesta, con instrumentos financieros, aprovechándose de tales informaciones; b) sin motivo justificado, comunica tales informaciones, o aconseja a otros, sobre la base de las mismas, la realización de algunas de las operaciones mencionadas en el literal a). 2. Con la misma pena se sanciona a quien, habiendo obtenido, directa o indirectamente, informaciones privilegiadas de los sujetos indicados en el párrafo 1, realiza alguno de los hechos descritos en el literal a) del mismo párrafo. [...]».

Según **Foffani**, entre los dos posibles modelos alternativos de penalización -uno amplio, que incluye como iniciado a cualquiera que se encuentre en posesión de información privilegiada, y otro restrictivo, que otorga esta calidad sólo a determinados sujetos que tienen capacidad de «abusar» de su posición, función, profesión o cargo- el legislador italiano: «ha elegido una tercera vía sincrética, que parece *prima facie* optar por la solución restrictiva (iniciados primarios internos); pero que después, en realidad, acaba por dilatarse y diluirse en un tipo de delito común, incluyendo indiscriminadamente a los *tippees* e *insiders* ocasionales, con el solo límite del conocimiento de su carácter reservado y de su procedencia (inmediata o mediata) de un *insider* primario»²⁵.

²³ *In extenso*. Vid. HURTADO POZO, José. «El delito de explotación de información privilegiada en el Código Penal suizo». En: Estudios Jurídicos. Hacia un Derecho penal económico europeo. Jornadas en honor del profesor Klaus Tiedemann. Universidad Autónoma de Madrid, 1995, pp. 423-435.

²⁴ *Ibid.*, p. 424.

²⁵ FOFFANI, Luigi. «Tutela penal del mercado y abuso de información privilegiada: la experiencia italiana». En: Estudios Jurídicos. Hacia un Derecho penal económico europeo. Jornadas en honor del profesor Klaus Tiedemann. Universidad Autónoma de Madrid, 1995. p. 505.

El tipo penal italiano, sobre la base de los criterios de posición societaria y conexión empresarial y profesional, ha optado por extender la calidad de sujeto activo hasta los iniciados secundarios, excluyendo de este círculo las hipótesis de acceso fortuito y de obtención de la información en virtud de una fuente no primaria, «cualificando la figura del *tippee* no sobre la base de la mera posesión de la información, sino de que ésta provenga de un *insider* (primario) con la añadida carga para la acusación, de demostrar, incluso, también el conocimiento por parte del agente»²⁶.

En España, se optó por un sistema intermedio de iniciado²⁷, según el cual sólo pueden ser autores de este delito quienes de forma directa o por persona interpuesta utilicen o suministren información privilegiada a la que hayan tenido acceso reservado con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial²⁸.

En la tipificación española del *insider trading* sólo puede ser sujeto activo del delito «el profesional del sector en que se emiten los valores o instrumentos y el empresario emisor, que use o suministre la información privilegiada»²⁹. Se incluye en el círculo de sujetos activos a los iniciados societarios (iniciados primarios internos o el *tippeer* del Derecho anglosajón), y a los profesionales y empresarios que hayan accedido reservadamente a información privilegiada en virtud de su desempeño como tales, donde entrarían los abogados, peritos, auditores, y cualquier otro sujeto que con ocasión del ejercicio de su actividad profesional pueda acceder a dicha información. En definitiva, en el modelo español, quedan fuera de la órbita del sujeto activo el receptor casual (*casual tip*) y el iniciado externo o secundario, esto es, aquellos que adquieran la información, sabiéndolo, directa o indirectamente de algún iniciado primario interno. No obstante, estos último podrán responder penalmente a título de partícipes, mas no como autores, pues el propio contenido del tipo penal establece como limitación el desarrollo de una actividad profesional o empresarial en cuya virtud se tenga acceso reservado a la información³⁰. Asimismo, la posibilidad de realizar el hecho típico a través de persona interpuesta permite la incriminación de las operaciones realizadas mediante testaferros, fiduciarios u «hombres de paja».

Luego de haber revisado los distintos modelos de delimitación de iniciados, es posible identificar hasta tres sistemas caracterizados por su menor o mayor amplitud de sujetos inmersos en la tipicidad objetiva de la norma, según se adopten criterios de «conexión» con la sociedad emisora o de «posición» en la empresa.

Así, los sistemas restrictivos se fundamentan en el criterio de la «posición», en virtud del cual se designa como iniciados al grupo de personas conocedoras de las interioridades de la empresa, y que al propio tiempo están implicadas en la toma de decisiones, sea por razón de su cargo o por su calidad de accionista importante. Por su parte, los modelos o sistemas intermedios se erigen sobre la combinación de los criterios de «posición» y «conexión», en virtud del cual se persiguen todos aquellos supuestos en que una persona utiliza abusivamente una información privilegiada, de la que

²⁶ SEMINARA, Sergio. «Aspectos problemáticos en materia de Insider Trading». En: Estudios Jurídicos. Hacia un Derecho penal económico europeo. Jornadas en honor del profesor Klaus Tiedemann. Universidad Autónoma de Madrid, 1995. pp. 533.

²⁷ «Artículo 285°.- 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 un beneficio económico superior a setenta y cinco millones de pesetas o causando un perjuicio de idéntica cantidad, será castigado con la pena de prisión de uno a cuatro años y multa del tanto al triple del beneficio obtenido o favorecido».

²⁸ Este modelo ha sido adoptado por el reciente Código penal colombiano, cuyo artículo 258° sanciona al que utiliza información privilegiada conocida por razón de su profesión u oficio, para obtener para sí o para un tercero, provecho mediante la negociación de acciones, valores o instrumentos inscritos en el Registro Nacional de Valores. Ampliamente, vid. SUÁREZ SÁNCHEZ, Alberto. Delitos contra el patrimonio económico. Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 2000.

²⁹ BAJO FERNÁNDEZ, Miguel. «Uso de información privilegiada». En: El Nuevo Código Penal: Presupuestos y Fundamentos. Libro Homenaje al Prof. Dr. Don Angel Torío López. Granada: Comares, 1999, 647. En contra: GONZÁLES RUS, Juan José. «Abuso de información privilegiada en el mercado de valores». En: Cobo del Rosal, Manuel (Director). Curso de Derecho Penal Español. Parte Especial. Tomo I. Madrid: Marcial Pons, 1996, pp. 818-819. Para este autor la relación profesional abarca tanto los casos en los que el sujeto tiene una dedicación específica o preferente a la intermediación o negociación bursátil (agentes de cambio y Bolsa, operadores financieros, etc.) como aquellos en los que la relación con la información privilegiada se produce en el ejercicio de la profesión del sujeto, cualquiera que ésta sea (abogados, economistas, asesores fiscales, etc.).

³⁰ ROBLEDO VILLAR, Antonio. Delitos contra el patrimonio y el orden socioeconómico. Barcelona: Bosch, 1996, p. 399.

se haya en posesión, ya sea por la posición que ocupa en la empresa emisora o por las relaciones particulares que le unen a ésta, para negociar sus valores mobiliarios en el mercado bursátil. Finalmente, los modelos extensivos otorgan la calidad de *insider* o iniciado a cualquier sujeto por el sólo hecho de estar en posesión de información privilegiada, lo que desnaturaliza la tipificación de este delito y rebasa las necesidades de protección del bien jurídico.

2.1. El iniciado primario

Esta categoría comprende -de un lado- a los accionistas, directores, administradores y miembros del órgano social de control del emisor, esto es, todos aquellos sujetos que tienen injerencia en la marcha societaria del emisor, y -de otro lado- a quienes por su trabajo, profesión u oficio tengan acceso a informaciones privilegiadas y la utilicen siendo conscientes de tal hecho. Esta noción de «iniciado de primer grado» o «iniciado primario» abarca tanto a quienes se hallan en una relación de subordinación con la sociedad emisora, como a quienes entablen una relación de colaboración con la misma, cuanto a sus socios o accionistas sin exigir cuantía mínima de participación.

En buena cuenta, comprende a todos aquellos sujetos que por sí mismos, sin necesidad de intervención de un intermediario, acceden a una información privilegiada. Cabe distinguir hasta dos clases de iniciados primarios, según el lugar desde el que acceden a la información, aunque dicho acceso en todo caso será directo.

2.1.1. El iniciado societario

Se incluye en esta sub-categoría a los responsables de la gestión de las empresas emisoras, esto es, accionistas, directores, administradores, y toda persona con poder de decidir la política societaria. Para que los accionistas de una empresa emisora de títulos representativos de capital que cotizan en Bolsa ostenten la calidad de iniciados societarios basta que posean una acción, pero es necesario estén presentes o representados en la Junta de Accionistas, pues el fundamento de su inclusión en esta categoría está en el poder de elegir directores y administradores, e influir sensiblemente en la gestión de la sociedad, de manera que aquellos accionistas que no tienen representación ni presencia en la Junta quedan excluidos de este segmento.

Ahora bien, para que estos sujetos tengan la consideración de iniciados societarios deberán tener una relación con la información privilegiada, de suerte que las presunciones de acceso que se establecen a nivel administrativo tienen carácter *iuris tantum*.

2.1.2. El iniciado profesional o empresarial

La razón por la que se incluyen a diversos sujetos en esta sub-categoría de iniciado primario es el *status* o vinculación profesional que mantienen con la sociedad emisora, pudiendo distinguirse dos clases de iniciados profesionales y empresariales según su ubicación, a diferencia de los iniciados societarios que siempre serán internos. Por un lado, los «iniciados internos» o *internal insiders*, aquellas personas pertenecientes a la estructura empresarial del emisor que no ostentan cargos directivos ni ocupan una posición jerárquica elevada, siendo suficiente la existencia de una relación contractual laboral, por lo que no pueden incluirse en la categoría de iniciados societarios; y, por otro lado, los «iniciados externos» o *external insiders* u *outsiders*, aquellos sujetos que mantienen una relación profesional con la empresa emisora o que por sus funciones se relacionan con ella, y que no pertenecen a la misma.

Asimismo, siguiendo el criterio de la profesionalidad, cabe distinguir un grupo constituido por quienes actúan de modo profesional en ámbitos societarios o bursátiles y que, por consiguiente, tienen el deber de no utilizar indebidamente la información privilegiada; y, otro grupo más extenso de sujetos en el que tienen cabida todos aquellos que sin implicación profesional directa en la sociedad o en el mercado de valores, realizan operaciones bursátiles con información privilegiada. En este segundo grupo se incluye, por ejemplo, a los periodistas y altos ejecutivos bancarios quienes por su actividad -no necesariamente vinculada al mercado de valores- están en capacidad de conocer datos o hechos con anterioridad a su difusión generalizada.

Así, la experiencia norteamericana ha puesto de manifiesto que ciertos intermediarios, especialmente los *investment banks* (Bancos de Inversión), son los principales productores de iniciados, pese a que estas entidades buscan mantener la confianza del inversionista a través de la implementación de

«murallas chinas» entre sus diversos departamentos y empleados a fin de que no circule internamente la información privilegiada³¹.

2.2. El iniciado secundario

Esta segunda categoría de iniciados comprende a aquellos sujetos que, mediando conocimiento de causa, posean una información privilegiada, siempre que ésta provenga de modo directo o indirecto de algún iniciado primario, aunque no es relevante el modo de acceso a la información. No obstante, están excluidos de esta categoría aquellos sujetos que poseen informaciones privilegiadas obtenidas por azar (*casual tip*) o de iniciados secundarios (caso del «informante remoto»), pues, al no infringir ningún deber de lealtad, la utilización que hagan de tal información no lesiona ni pone en peligro el bien jurídico objeto de protección administrativa y penal.

Dentro de los iniciados secundarios *-insiders at second hand-* se suele distinguir entre los *tipees*, los *aiders*, y los *abettors*³². Los *tipees* son aquellos sujetos que acceden a la información privilegiada en virtud de vínculos con la empresa emisora, a la cual no están subordinados. La clase más conocida de *tipees* es el *Knowing tip*, caracterizado por la conexión que guarda con el emisor por razón a su labor de colaboración (Vgr. abogados, contadores, auditores y asesores externos, etc.), de modo que acceden a la información privilegiada de manos de un iniciado primario y en razón del ejercicio de su actividad profesional, puesto que si accedieran directamente serían iniciados primarios profesionales externos (*external insider*).

Por su parte, los *aiders* (ayudantes) y los *abettors* (cómplices) no son -en puridad- iniciados secundarios, puesto que, si bien acceden a la información privilegiada como consecuencia de su relación con iniciados primarios, no actúan en beneficio propio, sino que su intervención en operaciones de *insider trading* se encuadra en una lógica de colaboración y ayuda al iniciado secundario, quien sí actúa en su propio beneficio.

2.3. El iniciado en el Código penal peruano

La criminalización del *insider trading* en el ordenamiento peruano debe su paternidad a la promulgación de la Ley del mercado de valores de 1996, siendo entonces su imprecisión al momento de definir la órbita de sujetos idóneos de la infracción penal un defecto congénito, cuya superación exige un riguroso esfuerzo interpretativo para la aplicación del precepto en clave de eficacia, y hacer frente a aquellos que propugnan la descriminalización del *insider trading* sobre la base de una pretendida imposibilidad de aplicación práctica de la norma³³, sin antes agotar las posibilidades interpretativas que el precepto penal ofrece.

El artículo 251°-A del Código penal peruano, introducido por imperio de la Novena Disposición Final de la Ley del mercado de valores, refiere al sujeto activo como criterio de agravación de la modalidad básica. En el primer párrafo se establece la pena para «El que obtiene un beneficio o se evita un perjuicio de carácter económico de forma directa o a través de terceros, mediante el uso de información privilegiada, [...]»; mientras que en la modalidad agravada, segundo párrafo del precepto, se hace una exhaustiva y taxativa enumeración de sujetos en razón a la función que desempeñan en el mercado de valores, así tenemos: «Si el delito a que se refiere el párrafo anterior es cometido por un director, funcionario o empleado de una Bolsa de Valores, de un agente de intermediación, de las entidades supervisoras de los emisores, de las clasificadoras de riesgo, de las administradoras de fondos mutuos de inversión en valores, de las administradoras de fondos de inversión, de las administradoras de fondos de pensiones, así como de las empresas bancarias, financieras o de seguros, la pena [...]».

En cuanto a la modalidad genérica, expresada en el primer párrafo del precepto examinado, la ley penal no limita expresamente el ámbito de los posibles sujetos activos, sino que se refiere a toda persona que ejecute la acción típica. Sin embargo, ello no es óbice para considerar *-de lege lata-* que se trata de un delito especial propio.

³¹ Vid. WHYBROW. «*Good compliance is good business*». En: *International Financial Law Review*. (Abril 1987) p.13.

³² Vid. CLARK, L. S./KINDER, P.D. *Law and Business*. New York, 1988, pp. 406 y ss.

³³ Comentando los alcances del tipo penal peruano de abuso de información privilegiada, REYNA ALFARO, Luis Miguel. «La utilización abusiva de información privilegiada en el Derecho penal. Análisis del tipo de injusto del art. 251°-A del CP peruano». En: *Cathedra*. Lima. Año IV, N° 6, (2000), pp. 83-84, considera que la actuación de medios extrapenales resultan suficientes para la prevención de los abusos de información privilegiada en el mercado de valores, entre otras razones por la falta de casuística penal.

Efectivamente, existen tipos que suelen utilizar las expresiones «quien» o «el que» para seleccionar a determinadas personas como únicas que pueden ser sujetos activos idóneos, limitando el ámbito de los posibles autores a un grupo de individuos que poseen ciertas características especiales que se fundamentan en una especial situación de deber respecto a determinados bienes jurídicos o respecto a determinadas conductas, tal como ocurre en el delito de apropiación ilícita, el cual -pese a utilizar en su descripción típica la expresión «el que»- constituye un delito especial propio. En este sentido, Bajo Fernández destaca que el comportamiento de apropiación exige como presupuesto previo que el autor hubiere recibido la cosa por título que produzca obligación de entregarla o devolverla, de modo que el autor debe encontrarse en una relación jurídica con la cosa que permita decir que la ha recibido con obligación de entregarla o devolverla, o hacer un uso determinado, conforme nuestra tipificación prevista en el artículo 190° del Código penal. «En este sentido decimos que estamos ante un delito especial ya que sujeto activo sólo puede serlo el obligado»³⁴.

De igual modo, la modalidad básica del delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores ha sido configurada por el legislador peruano como un delito especial propio³⁵; es decir, por un lado requiere unas especiales condiciones para los sujetos activos, ser titulares de los deberes de confidencialidad y abstención contenidos en la Ley del mercado de valores, y, por otro, no se corresponde con ningún otro tipo común que sancione la misma conducta sin exigir tal cualificación especial. La titularidad de los deberes de confidencialidad³⁶ y de abstención, previstos en los literales a) y b) del artículo 43° y en el literal c) del mismo numeral de la Ley del mercado de valores, respectivamente, fundamenta la cualificación especial del iniciado, en orden a razones legales y político-criminales.

La caracterización del *insider trading* en el Código penal peruano como delito especial y la consiguiente delimitación de la esfera de autores se infiere luego de agotar el camino de «remisión» legislativa, técnica representativa del Derecho penal económico³⁷ que exige la interpretación del tipo examinado. Siguiendo esta senda, se tiene que la referencia al objeto material «información privilegiada», dentro de la estructura típica del artículo 251°-A del Código penal, se erige como un elemento normativo jurídico del tipo, pues exige una remisión interpretativa a la normativa extrapenal para fijar su contenido³⁸.

³⁴ BAJO FERNÁNDEZ, Miguel. Manual de Derecho penal. Parte especial. Delitos patrimoniales y económicos. Volumen II. 2ª ed. Madrid: Centro de Estudios Ramón Areces, 1993, p. 283. En el mismo sentido: MEINI MÉNDEZ, Iván Fabio. «El “actuar en lugar de otro” en el Derecho penal peruano». En: Nuevo Foro Penal - Revista del Centro de Estudios Penales de la Universidad de Antioquia. Santa Fe de Bogotá. N° 62, (septiembre - diciembre 1999) pp. 131-132. Este autor advierte que en los delitos especiales la limitación de la esfera del sujeto activo también puede presentarse de manera implícita, pues «muchas veces y a pesar de que el precepto penal contenga el cliché “el que” se trata de un delito especial dado que el tipo sigue manteniendo características especiales que limitan el círculo de posibles autores».

³⁵ En este sentido: BRAMONT ARIAS-TORRES, Luis Alberto y María del Carmen GARCÍA CANTIZANO. Manual de Derecho Penal. Parte Especial. 4ª ed. Lima: San Marcos, 1998, pp. 465-466. Para estos autores ha de existir sobre el sujeto activo un deber de reserva o abstención respecto de cierta información que posee precisamente en función del cargo que desempeña, quienes asumen una posición de garante respecto de la información privilegiada; ACALÉ SÁNCHEZ, María y Juan TERRADILLOS BASOCO. «Protección penal del mercado bursátil». En: Revista Peruana de Ciencias Penales. Lima. N° 10, (2001), pp. 23-26. Estos autores advierten que de la lectura del artículo 251°-A del Código penal peruano pareciera deducirse que sujeto activo puede serlo cualquiera, y advierten que es necesario utilizar criterios restrictivos en cuya virtud se reduzca la desmesura del tipo. En contra: REYNA ALFARO, Luis Miguel, op. cit., pp. 85-86. Para este autor la modalidad básica de *insider trading* no exige la existencia de algún tipo de relación o vínculo entre el sujeto y la información empleada, resultando -a su juicio- punibles tanto las conductas del *intraneus -insider-* como la del *extraneus -tipper-*, ajeno al emisor de los valores a que se refiere la información indebidamente empleada. Esta posición es contradictoria, pues al referirse a la presencia de un *extraneus*, implícitamente se está reconociendo el carácter especial del delito.

³⁶ Teniendo en cuenta que la Ley del mercado de valores peruana regula expresamente el «deber de reserva» en el Sub-capítulo II del Capítulo III, como una prohibición de suministrar información referida a la identidad de los compradores o vendedores de los valores transados en Bolsa y en otros mecanismos centralizados, considero conveniente referirse a las prohibiciones de revelar información privilegiada a terceras personas y/o recomendar la realización de operaciones bursátiles respecto de valores de los que se posee información reservada, como «deber de confidencialidad».

³⁷ Cfr. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos. Derecho penal económico. Parte general. Valencia: Tirant lo Blanch, 1998, pp. 120-121. Este autor destaca que la técnica de la remisión legislativa está asociada al fenómeno de las «leyes penales en blanco», el de los elementos normativos jurídicos y el de las cláusulas de autorización.

³⁸ Vid. GARCÍA ARÁN, Mercedes. «Remisiones normativas, leyes penales en blanco y estructura de la norma penal». En: Estudios de Política Criminal. Madrid. N° XVI, (1993) pp. 68 y ss.

Así, el artículo 40° de la Ley del mercado de valores³⁹ destaca como elementos insitos o consustanciales del objeto material del delito de *insider trading*, la procedencia de la información, su contenido, su carácter confidencial, y su capacidad de influir en los valores mobiliarios emitidos, elementos son desarrollados ampliamente en el epígrafe 3.2 del presente capítulo. Por de pronto, y de cara a determinar la titularidad de los deberes que fundamentan la esfera del sujeto activo, tiene especial interés la «procedencia» y el «carácter confidencial» de la información privilegiada, como elementos esenciales de su definición legal.

En sentido estricto, para que determinada información sea reputada como «información privilegiada» necesariamente ha de provenir de la sociedad emisora de los valores cotizados en el mercado bursátil, y no de un sujeto distinto a ella, de modo que los iniciados secundarios quedan excluidos del acceso a la misma, salvo que la obtengan indirectamente a través de un sujeto vinculado al emisor en razón del cargo que ocupe o de la actividad que desempeñe respecto a los negocios de la empresa, en cuyo caso la Ley del mercado de valores extiende los deberes de confidencialidad y abstención a estos iniciados secundarios. En efecto, si bien la Ley del mercado de valores impone el deber de confidencialidad -consistente en no divulgar la información privilegiada ni recomendar la realización de operaciones con valores respecto de los cuales se tiene información privilegiada- y el deber de abstención -no hacer uso indebido ni valerse de la información privilegiada- de modo genérico a las personas que posean información privilegiada⁴⁰, las presunciones de acceso establecidas en los artículos 42° y 43° de esta norma evidencian que la forma de adquisición de la información es consustancial para determinar su carácter privilegiado, el cual está vinculado a: i) la posición que ocupa el sujeto al interior de la empresa emisora o de los inversionistas institucionales⁴¹; ii) la actividad que desempeña con relación a los negocios de aquellos; y, iii) el grado de parentesco con los sujetos anteriormente mencionados.

Asimismo, según la definición legal, para que una información susceptible de influir en la liquidez, precio o cotización de valores emitidos tenga el carácter de privilegiada requiere que no haya sido divulgada al mercado, «lo que significa que o se ha obtenido fraudulentamente, en cuyo caso la respuesta jurídico-penal transitará por las sendas concursales, o que se ha obtenido en virtud de una relación profesional, funcionarial, o de parentesco (artículos 41° y 42° Ley del mercado de valores) con la actividad mercantil tutelada, y que, en consecuencia, se ha infringido los deberes derivados de esa especial relación»⁴².

³⁹ «Artículo 40°.- Para los efectos de esta ley, se entiende por información privilegiada cualquier información proveniente de un emisor referida a éste, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos o garantizados, no divulgada al mercado y cuyo conocimiento público, por su naturaleza, sea capaz de influir en la liquidez, el precio o la cotización de los valores emitidos. [...]»

⁴⁰ Vid. Artículo 43° Ley del mercado de valores.

⁴¹ Según el inciso j) del artículo 8° de la Ley del mercado de valores, los inversionistas institucionales son los bancos, financieras y compañías de seguros regidos por la Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros, los agentes de intermediación, las administradoras privadas de fondos de pensiones, las sociedades administradoras de fondos de inversión, las sociedades administradoras de fondos mutuos, así como las entidades del exterior que desarrollen actividades similares y las demás personas a las que CONASEV califique como tales. En virtud de esta cláusula de autorización, la Séptima Disposición Complementaria de la Resolución CONASEV N° 141-98-EF/94.10 considera como inversionistas institucionales a: **1)** Las Entidades Prestadoras de Salud (EPS); y, **2)** En caso de ofertas de valores emitidos por personas jurídicas que no cuenten con la obligación de inscribirse en el Registro de Personas Jurídicas de CONASEV, se consideran también como inversionistas institucionales: **a)** Las demás entidades consideradas empresas de operaciones múltiples que se encuentran facultadas para realizar operaciones correspondientes a las EPS, las empresas especializadas y los Bancos de Inversión; **b)** Las personas jurídicas de derecho privado o público que tengan como una de sus actividades habituales, según ley o su estatuto, la inversión en valores mobiliarios; **c)** Las personas naturales cuyo patrimonio neto, individual o conyugal, sea igual o superior a S/. 2'000,000.00 (dos millones de nuevos soles) y sus ingresos netos individuales o conyugales hayan sido iguales o superiores a S/. 750,000.00 (setecientos cincuenta mil nuevos soles) durante los 3 últimos años anteriores a la inversión; **c)** Los miembros del órgano directivo y principal funcionario administrativo y de finanzas de las personas jurídicas señaladas en los puntos precedentes; y, **d)** Toda persona jurídica en la que todos sus accionistas, socios, asociados, o miembros que corresponda, sean de los señalados en alguno de los puntos precedentes. Asimismo, la Segunda Disposición final del Reglamento de Fondos Mutuos de Inversión en Valores y sus Sociedades Administradoras, aprobado por Resolución CONASEV N° 084-98-EF/94.10, califica a los Fondos Mutuos de Inversión en Valores como inversionistas institucionales.

⁴² ACALÉ SÁNCHEZ, María y Juan TERRADILLOS BASOCO. «Protección penal del mercado bursátil», cit., p. 25.

Al respecto, cabe destacar que los artículos 41^o⁴³ y 42^o⁴⁴ de la Ley del mercado de valores establecen presunciones *juris tantum*. En el primer caso, la presunción opera directamente, esto es, basta comprobar si determinada persona ostenta la calidad enunciada en el precepto para que se presuma que está en posesión de información privilegiada. De este modo, el órgano administrativo, en una eventual investigación, no necesitaría probar el acceso a la información, pues la carga de la prueba recae sobre el investigado. En cambio, en el segundo caso, la presunción opera respecto al conocimiento de la información privilegiada, pero no sobre el acceso a la misma, debiendo el órgano administrativo probar -en el caso concreto- que el supuesto infractor pudo tener acceso al hecho objeto de la información.

Ahora bien, estas presunciones *juris tantum* de acceso y posesión de información privilegiada, establecidas en los artículos antes citados, sólo operan en el ámbito administrativo sancionador, pues, en orden a la garantía constitucional de presunción de inocencia [artículo 2º, inciso 24), literal e), de la Constitución], tan sólo podrán ser imputados en sede penal aquellos sujetos a quienes se les pruebe que estaban en posesión de información bursátil de carácter privilegiado, de suerte que el hecho de estar incurso en estos listados no significa que el sujeto haya estado efectivamente en posesión de información privilegiada, pues ello deberá ser objeto de actividad probatoria en sede jurisdiccional.

En definitiva, podrán ostentar la calidad de sujeto activo del tipo del artículo 251º-A del Código penal todos los sujetos exhaustivamente detallados en los artículos 41º y 42º de la Ley del mercado de valores, siempre y cuando hayan accedido efectivamente a la información.

Acorde a lo expuesto, la tipificación del *insider trading* en el Código penal peruano comprende tanto a iniciados primarios -sujetos vinculados al emisor o a inversionistas institucionales merced a su cargo o actividad- como iniciados secundarios -sujetos que adquieren la información privilegiada en virtud a su vinculación con algún iniciado primario-, excluyendo de la esfera del agente calificado a tanto a los denominados *casual tip*, sujetos que acceden a la información de modo casual o fortuito, como a quienes obtienen la información de manos de un iniciado secundario.

La posición contraria, esto es, considerar que el artículo 251º-A del Código penal se ha configurado como un tipo común, implicaría aceptar que la sanción penal cubre un espectro mayor de sujetos que la sanción administrativa, conclusión que riñe con los postulados de fragmentariedad y subsidiariedad que informan al Derecho penal en un Estado social y democrático de Derecho.

Recapitulando lo expuesto líneas arriba sobre los distintos modelos que categorizan a los iniciados, y siguiendo particularmente la clasificación propuesta por Seminara, debe concluirse que el Código penal peruano, vía remisión interpretativa a la Ley del mercado de valores, opta por un sistema

⁴³ «Artículo 41º.- *Presunción de acceso*.- Salvo prueba en contrario, para efectos de la presente ley, se presume que poseen información privilegiada: **a)** los directores y gerentes del emisor y de los inversionistas institucionales, así como miembros del Comité de Inversiones de estos últimos, en su caso; **b)** los directores y gerentes de las sociedades vinculadas al emisor y a los inversionistas institucionales; **c)** los accionistas que individualmente o conjuntamente con sus cónyuges y parientes hasta el primer grado de consanguinidad, posean el diez por ciento (10%) o más del capital del emisor o de los inversionistas institucionales; y, **d)** el cónyuge y los parientes hasta el primer grado de consanguinidad de las personas mencionadas en los incisos precedentes».

⁴⁴ «Artículo 42º *Otras presunciones*.- Además, salvo prueba en contrario, para efectos de la presente ley, se presume que tienen información privilegiada, en la medida que puedan tener acceso al hecho objeto de la información, las siguientes personas: **a)** Los socios y administradores de las sociedades auditoras contratadas por el emisor; **b)** Los accionistas, socios, directores, administradores y miembros de los Comités de Clasificación de las clasificadoras, así como los integrantes de la Comisión Clasificadora de Inversiones a que se refiere el Decreto Ley N° 25897; **c)** Los administradores, asesores, operadores y demás representantes de los agentes de intermediación; **d)** Los miembros del consejo directivo, gerentes y demás funcionarios de las bolsas y entidades responsables de la conducción de mecanismos centralizados; **e)** Los directores y funcionarios de las instituciones encargadas del control o supervisión de emisores de valores de oferta pública o inversionistas institucionales, incluyendo CONASEV, la Superintendencia y la Superintendencia de Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones; **f)** Los directores, gerentes y demás funcionarios de las instituciones de compensación y liquidación de valores; **g)** Los dependientes que trabajen bajo la dirección o supervisión directa de los directores, gerentes, administradores o liquidadores del emisor e inversionistas institucionales; **h)** Las personas que presten servicios de asesoría temporal o permanente al emisor vinculadas a la toma de decisiones de gestión; **i)** Los funcionarios de las instituciones financieras que estén a cargo de los créditos a favor del emisor; **j)** Los funcionarios del emisor y de los inversionistas institucionales, así como de sus sociedades vinculadas; y, **k)** Los parientes de las personas señaladas en los incisos a), b) y c) del artículo anterior y de las mencionadas en los incisos precedentes».

intermedio de iniciado que circunscribe el círculo de autores a aquellos sujetos que explotan información privilegiada, amén de un abuso de posición en la estructura social del emisor (iniciado societario), o merced a su conexión o vinculación funcional o personal (iniciado profesional o empresarial) con dicha empresa, incluyendo en el radio de acción de la prohibición penal a los cónyuges y parientes de aquellos (iniciados secundarios respecto de los cuales no interesa su vinculación profesional o empresarial con el emisor o inversionistas institucionales, sino con los iniciados primarios).

De este modo, *de lege lata*, la esposa del director de una empresa emisora podrá cometer el tipo del artículo 251°-A en tanto haya accedido a la información privilegiada luego de una conversación con su esposo. En este caso, la cónyuge del director será titular de un deber de confidencialidad y abstención derivado, conforme lo dispone el art. 43° de la Ley del mercado de valores, pese a no poseer vinculación societaria ni profesional con el emisor.

Por su parte, la modalidad agravada, prevista en el segundo párrafo del artículo 251°-A del Código Penal, incluye en la órbita del sujeto activo a directores, funcionarios y empleados de entidades reguladoras y supervisoras, así como de inversionistas institucionales. Hasta donde alcanzo a ver, la inclusión de sujetos vinculados a inversionistas institucionales en la modalidad agravada carece de sustento dogmático, pues dichos cargos no llevan aparejados deberes especiales distintos a los de «confidencialidad» y «abstención» ya valorados al momento de calificar al sujeto activo de la modalidad base.

De los sujetos enumerados exhaustivamente en el segundo párrafo del precepto penal, únicamente los «iniciados funcionariales», esto es, aquellos iniciados primarios que además ejercen una función supervisora, por lo que tienen un deber de lealtad reforzado frente al mercado y a los inversionistas.

Respecto a la intervención de sujetos ajenos al emisor y a los inversionistas institucionales, que no posean vínculos de parentesco con iniciados primarios, debe tenerse presente que la restricción de la titularidad de los deberes extrapenales de confidencialidad y abstención -como criterio de determinación de la autoría en nuestro modelo punitivo- no impide imputarles responsabilidad penal por delito de *insider trading* a título de partícipes, sea como inductor o instigador, cooperador necesario o cómplice primario, o como cómplice secundario o cooperador no necesario.

La punibilidad de iniciados casuales y remotos -*extraneus*- en la comisión del tipo del artículo 251°-A, es posible en virtud de la cláusula de extensión de prevista en dicho precepto. En efecto, el propio tipo penal -vía remisión interpretativa a los artículos 40° y siguientes de la Ley del mercado de valores- considera sujeto idóneo no sólo a quien «en forma directa» obtiene un beneficio o se evita un perjuicio económico mediante el uso de información privilegiada, sino además a quien «a través de terceros» ejecuta el tipo, en virtud de lo cual manifiesta la intención del legislador penal de sancionar todas las operaciones de un iniciado primario realizadas a través de testaferros.

Por otro lado, según la teoría de la participación, nada impide sancionar a un *extraneus* doloso como instigador o cómplice en la comisión de un delito especial propio ejecutado por el sujeto idóneo. Efectivamente, según el principio de «accesoriedad limitada», el hecho del partícipe está en relación de dependencia con el injusto realizado por el autor, y según el principio de unidad del título de la imputación o unidad de calificación jurídica, los partícipes responden por el mismo delito imputado al autor⁴⁵, título que soporta la aplicación del principio de incomunicabilidad de las circunstancias que afectan la responsabilidad consagrado en el artículo 26° del Código penal. En virtud de este principio, sólo son intransmisibles las cualidades y circunstancias que afecten la culpabilidad y punibilidad de los intervinientes en el hecho punible, mas no aquellas que se vinculan al injusto típico, como es la cualidad especial exigida al autor en los delitos especiales.

Definitivamente, en aplicación de la cláusula de extensión de la punibilidad contenida en el artículo 251°-A y en virtud de la teoría de la participación en los delitos especiales, los iniciados casuales y todos aquellos sujetos que no posean la titularidad de los deberes de confidencialidad y abstención respecto a la información privilegiada que detentan, pueden ser sancionados por la comisión de delito de *insider trading*, en tanto hayan realizado contribuciones como instigadores o cómplices. Empero,

⁴⁵ Cfr. BERDUGO GÓMEZ DE LA TORRE, Ignacio y otros. Lecciones de Derecho penal. Parte general. Barcelona: Praxis, 1996. pp. 245-257; VELÁSQUEZ VELÁSQUEZ, Fernando. Derecho Penal. Parte General. 3ª ed. Santa Fe de Bogotá: Temis, 1997, pp. 624-634; MIR PUIG, Santiago. Derecho Penal. Parte General. 5ª ed. Barcelona: PPU, 1998, pp. 305-400; VALLE MUÑOZ, José Manuel. «De los delitos relativos al mercado y a los consumidores». En: Quintero Olivares, Gonzalo (Director). Comentarios a la parte especial del Derecho penal español. Pamplona: Aranzadi, 1999, pp. 628-632.

no es posible sancionar penalmente al iniciado casual o remoto que utilice en beneficio propio -o evitándose un perjuicio propio- la información bursátil confidencial que reciba de un iniciado primario o secundario.

En síntesis, la tipificación del abuso de información privilegiada en el Perú se ha diseñado a partir de un modelo intermedio que deja fuera de la órbita del sujeto activo a los sujetos que acceden a la información de modo casual o por conducto de un iniciado secundario (iniciados remotos), e incluye tanto a iniciados primarios -societarios y profesionales- como secundarios -*insider at second hand*-, esto es, aquellos que acceden a la información privilegiada de modo indirecto, de manos de un iniciado primario.

2.4. Críticas y propuestas de lege ferenda.

La construcción de un modelo de incriminación respetuoso de los principios de lesividad y mínima intervención, en cuanto a la elección del círculo de autores cualificados en el tipo del delito de *insider trading*, exige la identificación previa de los deberes que infringe el iniciado cuando ejecuta el comportamiento típico. Se trata de definir el deber originario sobre el que se edifica la incriminación del iniciado, así como los deberes que derivan de éste. Los sistemas de individualización de iniciados estudiados líneas arriba se apoyan -como criterios diferenciadores- en la existencia de diversos deberes extrapenales que impiden -a su titular- lucrar mediante la utilización o suministro de información privilegiada; a saber, se identifica: a) un deber de fidelidad o lealtad del iniciado respecto a la sociedad emisora que le impide comunicar y utilizar la información privilegiada obtenida en virtud de su posición de dominio dentro de la estructura social del emisor; y, b) deberes de confidencialidad y abstención del iniciado para con el mercado y el resto de inversionistas, que le impiden divulgar y utilizar la información privilegiada obtenida merced a su posición de dominio o a la conexión funcional (profesional o empresarial) respecto del emisor.

Entiendo que éste último modelo responde mejor a las necesidades de protección del funcionamiento eficiente del mercado de valores -bien jurídico colectivo puesto en peligro por los abusos de información privilegiada protagonizados por iniciados-, pues, en primer término, el criterio diferenciador ha de edificarse sobre la base del «deber genérico de lealtad» frente al mercado de valores y a los inversionistas subyacente en el principio de transparencia de las operaciones bursátiles del artículo 12° de la Ley del mercado de valores, y del cual se derivan, a su vez, los deberes de confidencialidad y abstención en el uso y suministro de información privilegiada; y, en segundo lugar, la intervención penal debe limitarse a los supuestos de quebrantamiento de estos deberes de sigilo, sólo en aquellos casos en los que la información haya sido obtenida directamente de la sociedad emisora en virtud de la conexión que mantiene el iniciado con ella, sea porque ocupa una posición decisiva, sea porque se encuentra en una especial relación funcional -profesional y empresarial- con los negocios del emisor.

En buena cuenta, el deber genérico de lealtad al mercado impuesto por la Ley del mercado de valores a todos los inversionistas, necesita concretizarse en sede penal sobre la base del criterio de acceso directo a la fuente informativa, amén de la conexión societaria o profesional que mantiene el iniciado con el emisor. Esta concreción del deber genérico de lealtad al mercado -plano administrativo- en uno de corte específico -plano penal-, expresado en la confidencialidad y sigilo que deben observar los sujetos que acceden a una información privilegiada en virtud a la posición que ocupan en el emisor o conexión profesional que mantienen con él o sus negocios, es compatible con las exigencias del principio de mínima intervención y con las necesidades de protección del bien jurídico-penal.

A efectos de la sanción penal, la infracción de los deberes de confidencialidad y abstención debería valorarse sólo respecto de aquellos sujetos que acceden a la información en virtud del ejercicio de su cargo o actividad en relación al emisor, pues sólo en estos casos la divulgación o utilización de la información, que comporta un abuso de una posición de privilegio respecto al resto de inversionistas, afecta intensamente al bien jurídico.

El fundamento material de la restricción del ámbito de sujetos activos a los iniciados primarios guarda relación con función primordial del mercado de valores: ser un mecanismo de financiación alternativo al sistema bancario, en el que la actividad lucrativa se desarrolla de acuerdo al conocimiento de datos que coloca al inversionista que los posee en ventaja lícita, respecto al resto de intervinientes en el mercado. Como señalan Acale y Terradillos, «Una cosa es que el mercado bursátil se base en la

transparencia y otra criminalizar a quien, simplemente, opera en Bolsa con los datos que tiene, sin infringir deber alguno»⁴⁶.

Asimismo, desde una perspectiva político-criminal, esta delimitación guarda relación con las necesidades de protección del bien jurídico y con el principio de mínima intervención, pues solamente el funcionamiento eficiente del mercado de valores será puesto seriamente en peligro en la medida que sujetos vinculados a la actividad del emisor, sea por la posición que ocupan en su estructura social o por la conexión que mantienen con él, quebranten los deberes especiales -no genéricos- de los que están investidos por imperio de la Ley del mercado de valores.

En este sentido, será suficiente la intervención del Derecho administrativo sancionador para hacer frente a toda utilización de información privilegiada por parte de iniciados secundarios, casuales y remotos, en tanto el carácter lesivo de estas prácticas conllevarán el quebrantamiento de deberes genéricos de lealtad al mercado de valores. La actuación de iniciados secundarios, por ser funcionalmente ajenos al emisor, carece de entidad suficientemente grave para resquebrajar la confianza de los inversionistas en el mercado de valores.

En definitiva, la concreción del iniciado debe estar referida al círculo de personas con capacidad de poner en peligro -con su comportamiento- el «funcionamiento eficiente del mercado de valores». En este sentido, coincido con Gómez Iniesta en afirmar que sólo deberá reprimirse el abuso de información privilegiada por parte de personas que efectivamente se valen de su posición, función o cargo relevante que ocupan dentro de la estructura del mercado bursátil⁴⁷, sea en la sociedad emisora, en las empresas vinculadas a éstas, o en los entes reguladores o de supervisión.

De lege ferenda, la referencia a un vínculo funcional o profesional con el emisor reduciría en el tipo penal peruano el círculo de autores, limitando la cualidad de iniciado a quienes disponen de información privilegiada en virtud de la posición decisiva que ocupan en la sociedad (accionistas con representatividad, con lo que se incluye a los administradores de hecho) o en base a un vínculo profesional o funcional con ella, incluyéndose tanto a iniciados primarios internos como a iniciados primarios externos, y, dejando fuera de la órbita del sujeto activo a aquellos que obtengan la información privilegiada de manos de un iniciado primario.

Así, la protección de la integridad o transparencia del mercado impone un deber genérico de lealtad frente a los inversionistas, que se concretiza en la prohibición de efectuar transacciones por medio de cualquier acto, práctica o mecanismo engañoso o fraudulento [artículo 12º, literal b), Ley del mercado de valores].

La utilización o suministro de información privilegiada realizada por determinados sujetos que la han obtenido en virtud de la estrecha conexión que mantienen con el emisor, sea por la posición decisiva que ocupan en su estructura social, sea por la actividad profesional que desempeñan respecto a los negocios del emisor, importa un grave atentado a la integridad del mercado bursátil, pues sobre dichos sujetos pesan deberes específicos de confidencialidad y abstención. Es importante aclarar que la vinculación profesional ha de estar necesariamente referida a los negocios de la sociedad emisora, a fin de evitar la incriminación de sujetos que obtengan la información privilegiada con ocasión del desempeño de su trabajo, pero que el hallazgo sea producto del azar o de la sustracción clandestina de la misma, supuestos en los que habrá que optar por la represión administrativa.

Respecto a la modalidad agravada, una reforma del artículo 251º-A del Código penal debería restringirla a aquellos supuestos en los que la acción típica es ejecutada por los denominados «depositarios funcionales»⁴⁸; a saber, sujetos que están vinculados profesionalmente a los negocios del emisor en virtud del cargo que desempeñan en los entes reguladores y supervisores del mercado de valores, así como en las instituciones de liquidación y compensación de valores. A mi juicio, la modalidad agravada debe circunscribirse a la realización del comportamiento típico por parte de los funcionarios de CONASEV, Bolsa de Valores de Lima y CAVALI. Estos sujetos, en tanto funcionarios de órganos encargados de la regulación, supervisión e inspección de los intervinientes en el mercado bursátil, así como de la compensación, liquidación y registro de valores, tienen un especial deber de garante que los sitúa con mayor proximidad al bien jurídico, de modo que la utilización indebida de información privilegiada que puedan realizar existe un mayor desvalor de resultado, con relación a

⁴⁶ Ibid., pp. 23-24.

⁴⁷ GÓMEZ INIESTA, Diego José, op. cit., pp. 418-420.

⁴⁸ Término utilizado por LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, Jacobo. «El *Insider Trading*». En: Cuadernos de Derecho Judicial. La nueva delincuencia II. Madrid. N° XXV, (1993), pp. 198-205.

las operaciones de esta clase en las que puedan intervenir sujetos ajenos a las entidades reguladoras.

3. La información privilegiada como objeto material del delito de *insider trading*.

3.1. Técnica de remisión legislativa

A diferencia del legislador español, que ha pergeñado una definición del objeto material del delito⁴⁹ en el propio tipo penal, nuestro texto punitivo recurre a la técnica de la accesoriedad administrativa al hacer referencia a un término («información privilegiada») carente de conceptualización en la norma penal, ni aludir expresamente a la ley de la materia⁵⁰, quizá porque dicha remisión pareció obvia al momento de su redacción, teniendo en cuenta que el delito de *insider trading* fue incorporado al Código penal por la Novena Disposición Final de la Ley del mercado de valores.

En el ámbito del Derecho penal económico la remisión a preceptos extrapenales se realiza fundamentalmente a través de tres técnicas o formas básicas de accesoriedad administrativa, a saber, la accesoriedad de derecho mediante leyes penales en blanco, la accesoriedad normativa-conceptual canalizada mediante elementos normativos típicos y la accesoriedad de acto mediante cláusulas de autorización⁵¹. Descartando la presencia de una cláusula de autorización en el artículo 251º-A del Código penal, pues esta técnica aparece vinculada a los casos de leyes penales en blanco en los que se produce una remisión a una instancia inferior, donde el objeto de remisión consiste en la exigencia que no concurra un acto administrativo determinado de autorización⁵², es preciso determinar el camino técnico hacia el precepto extrapenal que dote de significado material al objeto del delito estudiado, pese a haber sido configurado como un tipo formalmente cerrado.

En determinadas ocasiones la ley penal hace una remisión expresa a la ley de la materia, como sucede en el delito de abuso de poder económico (artículo 232º del Código penal), pero también dicha remisión puede darse de modo tácito cuando el elemento sobre el cual gira el injusto penal sólo puede ser establecido por la norma extrapenal. Atendiendo a los distintos efectos y características que ofrecen estas técnicas de remisión, en la práctica y en la doctrina hay confusión sobre cuáles remisiones a normas extra penales constituyen verdaderas «leyes penales en blanco».

Las leyes penales en blanco⁵³, ante la necesidad de tutelar bienes jurídicos de nuevo cuño y de carácter complejo, propios de la evolución de los sistemas económicos y financieros, aparecen como una técnica legislativa idónea que integra al Derecho penal en «los modelos institucionales de organización y control de determinados sectores complejos de actividad»⁵⁴. Sin duda, como lo ha reconocido el Tribunal Constitucional español, los elementos descriptivos constituyen un recurso legislativo muy limitado -pese a su adecuación a los principios de taxatividad y seguridad jurídica- para afrontar las necesidades de incriminación típica de comportamientos que afectan bienes jurídicos económicos⁵⁵, lo cual obliga al legislador a recurrir a las técnicas de los elementos normativos y leyes penales en blanco.

Ahora bien, la legitimidad de las leyes penales en blanco dependerá del respeto a los principios de legalidad y de reserva de ley en materia penal. Así lo ha entendido el Tribunal Constitucional español cuando señala que «la técnica de la ley penal en blanco es compatible con las garantías constitucionales del principio de legalidad penal y del principio de taxatividad»⁵⁶, debiéndose observar

⁴⁹ «Artículo 285º.- [...] información relevante para la cotización de cualquier clase de valores o instrumentos negociados en algún mercado organizado, oficial o reconocido, [...]».

⁵⁰ Como lo hace el artículo 232º del Código penal, al tipificar el delito de abuso de poder económico.

⁵¹ MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos. Derecho penal económico. Parte general, cit., p. 121. En el mismo sentido, Vid. CARO CORIA, Dino Carlos. Derecho Penal del Ambiente -Delitos y Técnicas de Tipificación-. Lima: Gráfica Horizonte, 1999, p. 372.

⁵² SILVA SÁNCHEZ, Jesús María. La «ley penal en blanco» concepto y cuestiones jurídico-políticas. Barcelona: Bosch, 1990. p. 22.

⁵³ Denominadas así por Binding (*Blankettstrafgesetze*), refieren a los tipos legales que no indican en sí mismos la conducta antinormativa, sino que, mediante una fórmula de reenvío, remiten al intérprete a una disposición legal diferente de la ley penal. Cfr.: QUINTERO OLIVARES, Gonzalo (Director). Manual de Derecho penal. Parte general. Pamplona: Aranzadi, 1999, p. 56.

⁵⁴ MORALES PRATS, Fermín. «La necesidad técnica de las leyes penales en blanco y sus condicionamientos constitucionales. Precisiones en torno a las técnicas de tipificación». En: Gonzalo QUINTERO OLIVARES (Director). Manual de Derecho penal. Parte general, cit., p. 59.

⁵⁵ Sentencia del Tribunal Constitucional español 127/1990.

⁵⁶ Sentencias del Tribunal Constitucional español 127/1990 y 62/94.

los siguientes requisitos: a) la remisión a la legislación extrapenal debe ser expresa y se deben evitar remisiones *in totum* a la misma; b) la remisión debe ser necesaria y estar justificada por las necesidades de tutela del bien jurídico que se desea proteger; c) la legislación extrapenal debe constituir el complemento indispensable de los tipos penales; y, d) la ley penal debe expresar en el propio tipo penal el núcleo de la prohibición penal, que en modo alguno debe ser objeto de remisión o reenvío a legislación extrapenal complementadora del tipo⁵⁷.

Por su parte, los elementos normativos requieren de un juicio valorativo de carácter normativo-social o jurídico, dependiendo si se tratan de elementos normativos sociales o de elementos normativos jurídicos⁵⁸. Los elementos normativos de tipo jurídico importan un «reenvío implícito» a la legislación extrapenal, a diferencia del «reenvío directo y explícito» que comporta la técnica de la ley penal en blanco. La remisión a preceptos extrapenales a través de elementos normativos jurídicos es muy frecuente en ámbitos altamente tecnificados y dinámicos como el socio-económico, pues recurrir a una exhaustiva técnica definitoria desnaturalizaría la aplicación eficaz del tipo penal, limitando su radio de acción a un espectro de comportamientos muy restringido.

Empero, en aquellos casos en los que el precepto extrapenal es susceptible de especulaciones interpretativas, la técnica de definir en la norma penal un elemento que ya goza de conceptualización extrapenal resulta útil, de cara a evitar reacciones punitivas excesivas o leves -según sea el caso- producto de las arbitrariedades y oscilaciones interpretativas a las que está sometido el precepto no penal, y así satisfacer las exigencias del principio de certeza o de determinación legal. En este entendido, el Código penal español se decantó por definir el concepto de «información privilegiada» pese a que se encuentra definido en su Ley del mercado de valores y en la Directiva Comunitaria relativa a la represión de operaciones de iniciados.

En términos generales, para diferenciar las técnicas de remisión arriba comentadas se afirma que lo característico de la ley penal en blanco es la presencia de una remisión «en bloque» a la normativa extrapenal, de modo que es en ésta donde se determina el elemento típico y donde se contiene la infracción de la norma extrapenal, mientras que en los elementos normativos jurídicos del tipo se da una remisión «interpretativa» a la normatividad extrapenal para fijar el contenido de un elemento típico ya incluido en la ley penal⁵⁹. Efectivamente, el baremo diferenciador entre «ley penal en blanco» y «elemento normativo» no puede erigirse exclusivamente a partir de la existencia de una remisión a normas extra penales, sino que dicho criterio material debe orientarse a la función que desempeña la «norma complementaria» en función al injusto penal⁶⁰. Así, según García Arán: «Si la norma complementaria sólo sirve para interpretar el tipo penal, pues éste ya estaba completo en cuanto a sus elementos, entonces tendremos un “elemento normativo” y correspondientemente una “remisión interpretativa”. Si, en cambio, la “norma complementaria” agrega elementos adicionales que conformen el núcleo del injusto penal, estamos ante una “ley penal en blanco”»⁶¹.

Teniendo presente que la referencia a «información privilegiada» contenida en el artículo 251°-A del Código penal comporta -en todo caso- la remisión a una proposición descriptiva (una definición ubicada en un precepto extrapenal) y no a una proposición prescriptiva (mandatos o prohibiciones contenidos en normatividad extrapenal), considero válido el criterio diferenciador antes detallado. De haberse tratado de remisiones a proposiciones prescriptivas, se tendría que afirmar -con Silva Sánchez- la identidad entre las técnicas de los elementos normativos típicos y de la ley penal en blanco como mecanismos de accesoriadad administrativa⁶².

De la lectura del artículo 251°-A del Código penal se advierte que no existe remisión en bloque alguna a la Ley del mercado de valores, ni la norma complementaria agrega elementos adicionales al injusto penal. Adicionalmente, desde una perspectiva formal, dicho precepto penal no cumple los requisitos mínimos de clave garantista esbozados por el Tribunal Constitucional español, debiendo concluirse que la remisión a la normatividad bursátil es meramente interpretativa.

⁵⁷ Ibid.

⁵⁸ Por todos: MIR PUIG, Santiago, op. cit., pp. 210-211, quien define los «elementos normativos» como aquellos que aluden a una realidad determinada por una norma jurídica o social, en contraposición a los «elementos descriptivos» que expresan una realidad naturalística aprehensible por los sentidos.

⁵⁹ Vid. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, Carlos. Derecho penal económico. Parte general, cit., pp. 125-126.

⁶⁰ GARCÍA ARÁN, Mercedes, op. cit., loc. cit.

⁶¹ Ibid., pp. 71 y ss.

⁶² *In extenso*. Vid. SILVA SÁNCHEZ, Jesús María. «Legislación penal socio-económica y retroactividad de disposiciones favorables; el caso de las “leyes en blanco”». En: Estudios de Política Criminal. N° XVI (1993).

Ahora bien, para determinar el significado de «información privilegiada» existen hasta tres caminos a seguir; a saber⁶³, i) la posición privatista, aceptar que el concepto administrativo-bursátil del término; ii) la postura autónoma, que el Derecho penal le otorgue un contenido propio al término; y, iii) la posición teleológica, interpretar los conceptos provenientes de otras ramas del ordenamiento jurídico en función de las necesidades de aplicación de las normas penales. Partiendo del respeto del principio de seguridad jurídica y aceptando que el mercado de valores constituye un ámbito altamente tecnificado, donde el detallismo es prácticamente imposible «si no es a costa de una auténtica parálisis»⁶⁴ del mismo, entiendo que la posición privatista responde mejor a las exigencias de protección real del bien jurídico.

3.2. El concepto normativo bursátil de «información privilegiada»

La Ley del mercado de valores (artículo 40º) y la Resolución CONASEV N° 00359-1993-EF/94.10.0 (artículo 4º) confieren el carácter de «privilegiada» a cuatro clases de información; a saber, a) aquella proveniente de un emisor referida a éste, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos o garantizados, no divulgada al mercado y cuyo conocimiento público, por su naturaleza, sea capaz de influir en la liquidez, el precio o la cotización de los valores emitidos; b) la «información reservada», esto es, cualquier hecho o negociación en curso cuya divulgación prematura pueda acarrear perjuicio al emisor, siempre que tal calificación sea acordada por no menos de las $\frac{3}{4}$ partes de los miembros del Directorio de la sociedad emisora o del órgano que ejerza sus funciones, o, en defecto de estos órganos, por todos los administradores; c) aquella información que se tiene de las operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores; y, d) aquella referida a las ofertas públicas de adquisición (OPA's). Bien advierte Gómez Iniesta que «no se puede pasar por alto como gran parte de los casos de *insider trading* aparecen íntimamente ligados a las OPA's, porque tales instrumentos jurídico-financieros constituyen un estímulo notabilísimo (se presentan casi como irresistibles) para realizar operaciones utilizando información privilegiada»⁶⁵. Efectivamente, esta tentación casi irresistible que rodea a las OPA's se agudiza en los denominados «períodos de alta tensión confidencial»⁶⁶, en los que se producen la mayor cantidad de operaciones bursátiles con información privilegiada. La preparación de una OPA requiere tiempo e intervención de personas extrañas a la sociedad, tales como asesores, Bancos, auditores, analistas, abogados, etc., que durante todo este período gozan de una información realmente privilegiada, en virtud de la cual podrían recomendar la adquisición o adquirir -directa o indirectamente- valores de la sociedad que va a ser objeto de la OPA, con la certeza que los mismos elevaran notablemente su cotización una vez que se ésta se oficialice en el mercado.

La definición básica y vinculante de información privilegiada que da el artículo 40º de la Ley del mercado de valores se estructura a partir de cuatro elementos⁶⁷, cuyo alcance será desarrollado a continuación: i) La procedencia: información proveniente de un emisor; ii) El contenido: información

⁶³ Cfr.: RUÍZ RODRÍGUEZ, Luis Ramón, op. cit., p. 339.

⁶⁴ GÓMEZ INIESTA, Diego José, op. cit., p. 135.

⁶⁵ Ibid., p. 139.

⁶⁶ Vid. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. y Alberto TAPIA HERMIDA. «El abuso de información privilegiada ("insider trading" y operaciones de iniciados)». En: Revista de Derecho Bancario y Bursátil. Madrid. N° 33, (1989), p 776.

⁶⁷ Los elementos mínimos que identifica pacíficamente la doctrina respecto al concepto de información privilegiada son: «su carácter no accesible» a la generalidad del público y por tanto «privilegiado», y su naturaleza «relevante» para la cotización de los valores. Cfr.: FARALDO CABANA, Patricia. «Algunos aspectos del delito de uso de información reserva en el mercado de valores en el Proyecto de Código penal de 1994». En: Estudios Penales y Criminológicos, 1995; En similar sentido: GONZÁLES CUSSAC, José Luis. «Abuso de información privilegiada». En: Cuadernos de Política Criminal. Madrid. N° 37, (1989), p. 529. Estos autores subrayan que la información privilegiada -como objeto material del delito de *insider trading*- debe reunir tres notas: a) ha de ser desconocida al público en el sentido que su posesión represente un privilegio; b) ha de referirse específicamente a títulos valores; y, c) ha de poseer una idoneidad real para influir en su cotización, de modo que pueda provocar un perjuicio patrimonial al mercado o alguno de los inversionistas. Por su parte, SÁNCHEZ GUILARTE, Juan y Alberto TAPIA HERMIDA. «El abuso de información privilegiada ("insider trading" y operaciones de iniciados)». En: Revista de Derecho Bancario y Bursátil. Madrid. N° 28, (1987) p. 776, proponen una definición de información privilegiada, a través del afianzamiento de las ideas de privilegio y de daño, como: «aquella que fuera desconocida del público en la medida en que su posesión represente un privilegio, apreciable en cada caso concreto por los tribunales; estuviera concretamente referida a títulos-valores, a las entidades emisoras, al mercado bursátil o a elementos indicadores directamente condicionantes del mismo; y, tuviera una influencia en la cotización lo suficientemente relevante como para estimar que existe un daño al mercado o a determinados inversores».

referida a la sociedad emisora, a sus negocios o a algún valor por ella emitido o garantizado; iii) La publicidad: información no pública; iv) Capacidad de influir en la liquidez, precios o cotizaciones.

A diferencia de otras legislaciones, la Ley del mercado de valores peruana incluye expresamente la procedencia de la información privilegiada como elemento definidor de la misma. Con ello, se refuerza la idea que la información privilegiada se gesta al interior de la sociedad emisora y que su fuga al mercado se produce por violaciones al deber de salvaguarda que tienen los sujetos vinculados a la empresa, detallados en los listados de los artículos 41° y 42° de la Ley del mercado de valores. Por ser un elemento obvio, esta referencia a la fuente informativa no forma parte de las definiciones ensayadas en otros ordenamientos, sin que por ello se deje de reconocer que la información privilegiada siempre haya de proceder del emisor.

Respecto al contenido de la información privilegiada, queda claro que esta ha de referirse al emisor, a sus negocios o a determinado valor por él emitido o garantizado. Ruíz Rodríguez apunta que a este nivel lo difícil es determinar «qué noticias relativas a los valores y emisores se incluyen en la definición»⁶⁸, esto es, si deben solamente incluirse informaciones estrictamente económicas o, también deben ser consideradas como privilegiadas, aquellas informaciones de carácter político cuya divulgación sea capaz de influir en la cotización, precio o liquidación de determinado valor.

En esta línea de preocupación, Hopt se interroga sobre si la información sobre la muerte del presidente de una compañía y la información sobre una declaración de guerra deben ser consideradas como «privilegiada»⁶⁹. En el Perú la discusión sobre el contenido de la información privilegiada ha sido zanjado por la Resolución Reglamentaria de CONASEV N° 00359-1999-EF/94.10.0, en cuyo artículo 4° señala expresamente que la información ha de poseer naturaleza económica, contable, jurídica o administrativa. En tal virtud, en tanto constituye un dato vinculado a la marcha administrativa del emisor, la muerte del Presidente del Directorio de una empresa es una información privilegiada, no así la declaración de una guerra, en tanto no se refiere a un hecho propio del emisor, de sus negocios, ni de los valores por él emitidos o garantizados.

Atendiendo al contenido de la información privilegiada, en doctrina se ha efectuado la distinción entre información *inside* o «*corporate informations*» e información *outside* o «*market informations*»⁷⁰. Se entiende por las primeras a todos aquellos hechos generados en el interior de la empresa y relativos a su situación de gestión administrativa o patrimonial (estados financieros, dividendos, utilidades, cláusulas contractuales relevantes, inventos, descubrimientos, actividad de colocación de valores, estrategias de mercado, etc.), mientras que las segundas aluden a hechos externos a la empresa emisora, pero influyentes en la cotización de sus valores (proyectos de fusión, de adquisición de otras empresas, medidas gubernamentales, etc.). En la regulación peruana es de advertir que la información privilegiada podrá constituir una «*corporate information*» como una «*market information*», pues el contenido de ésta no sólo se restringe al emisor y a los valores, sino que también puede referirse a los negocios del emisor.

Si bien el Sub-capítulo de la Ley del mercado de valores dedicado a la información privilegiada y la norma reglamentaria de CONASEV no establecen un listado de valores o instrumentos negociables respecto de los cuales ha de referirse la información, el artículo 3° de la Ley define los valores mobiliarios destacando su emisión masiva y libre transmisibilidad como características esenciales. Así, son valores mobiliarios «aquellos emitidos en forma masiva y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor»⁷¹, precepto que equipara las negociaciones de derechos e índices al concepto de valores mobiliarios.

⁶⁸ RUÍZ RODRÍGUEZ, Luis Ramón, op. cit., p. 263.

⁶⁹ HOPT, K.J. «*The european insider dealing directive*». En: Common Market Law Review. N° 27, (1990) p. 59.

⁷⁰ Ampliamente sobre esta distinción, vid. MARTÍNEZ FLORES, A. «El “status quaestionis” sobre el “insider trading” en el Derecho Federal de los Estados Unidos». En: Revista de Derecho Mercantil. Madrid. N° 202, (octubre-diciembre 1991) pp. 812 y ss.

⁷¹ En el mismo sentido, el artículo 255°, inciso 1), de la nueva Ley de Títulos Valores define los valores mobiliarios como «aquellos emitidos de forma masiva, con características homogéneas o no en cuanto a los derechos y obligaciones que representan». Al respecto, la relación entre títulos valores y valores mobiliarios ha sido explicada acertadamente por VIDAL RAMÍREZ, Fernando. La Bolsa de Valores, un ensayo de Derecho Bursátil. Lima: Cultural Cuzco, 1988. p. 143, al señalar que la «relación existente entre los títulos-valores y los valores mobiliarios es la de género a la especie. Todo valor mobiliario es un título-valor, pero no todo título-valor es necesariamente un valor mobiliario y, por ello, entre ambos conceptos o entidades jurídicas pueden surgir diferencias». Por su parte, TOLA NOSIGLIA, José. El mercado de valores y la Bolsa en el Perú. Lima: Mass Comunicación, 1994. pp. 125-130, llama indistintamente “instrumentos del mercado

Así, conforme el artículo 3° y el Título IV de la Ley del mercado de valores, así como sus normas reglamentarias, los valores mobiliarios pueden contener derechos crediticios (bonos), dominiales o de participación en capital (acciones comunes), patrimonio (certificados de participación en fondos de inversión) o utilidades (acciones de inversión, antes denominadas acciones laborales o del trabajo), de patrimonios autónomos o fideicometidos (instrumentos de titulización). Adicionalmente, el artículo 3° de la citada ley señala que mediante los valores mobiliarios pueden representarse derechos e índices referidos a otros valores mobiliarios, esto es, valores que tienen como subyacente a otros valores o instrumentos financieros, como los ADR, ADS y PDR; dejándose abierta la posibilidad que la ley o las autoridades reconozcan nuevos instrumentos estructurados a partir de las necesidades del mercado. La referencia genérica a «valores» -en lugar de, por ejemplo, «acciones» o «instrumentos negociables»- que hace el artículo 40° de la Ley del mercado de valores es acertada por cuanto posibilita que la información privilegiada abarque nuevos instrumentos bursátiles que aparezcan en el mercado⁷².

Con relación a la «no divulgación al mercado», elemento definidor del concepto normativo de información privilegiada, debe reiterarse que tal carácter de privilegio está dado por la inaccesibilidad a la información para los inversionistas⁷³, por lo que ésta perderá su carácter de privilegiada si el mercado de una u otra manera ha tenido acceso a la información, aunque siga siendo desconocida por el público, pues la norma no exige que la información no haya sido efectivamente conocida por el público, sino que no haya sido divulgada al mercado. Asimismo, debe insistirse que la información privilegiada está generalmente destinada a la publicación en un momento diferido al de su nacimiento, de suerte que el acceso a ella durante dicho período constituye un privilegio. De este modo, «la duración de este período en que el hecho permanece conocido sólo por un círculo de sujetos calificados depende de la complejidad de la situación concreta»⁷⁴.

Acorde con esto, no estaremos ante una información privilegiada en los casos en que se haya seguido el procedimiento para satisfacer la obligación de informar hechos de importancia (artículos 28° a 33° de la Ley del mercado de valores y Resolución CONASEV N° 307-95-EF/94.10 que aprueba el Reglamento de Hechos de Importancia e Información Reservada al que están sujetos los emisores de valores) y en los casos en los que la información haya sido divulgada al mercado por medios distintos a los previstos en la ley y normas reglamentarias. Siguiendo en este extremo la propuesta de Ruíz Rodríguez, estimo necesaria la adopción de un criterio material de publicidad, sobre uno de carácter formal normativo⁷⁵.

La cuarta característica del concepto básico de información privilegiada está referida a su capacidad para influir en las cotizaciones, precio o liquidez de un determinado valor mobiliario. Este es un elemento de difícil conceptualización, pues -en puridad- sólo podría determinarse la influencia de una información sobre determinado valor, luego de que el iniciado la haya utilizado o suministrado. La Ley del mercado de valores, con la expresión «[...] cuyo conocimiento público, por su naturaleza, sea capaz de influir en la liquidez, el precio o la cotización de los valores emitidos», es enfática al exigir una valoración *ex ante* de la capacidad de la información para influir en determinado valor.

Resta destacar, como aporte positivo de la actual Ley del mercado de valores, la referencia expresa en el artículo 40° a «la liquidez, el precio o la cotización de los valores emitidos», pues con ello se

de valores» a los títulos valores y a los valores mobiliarios, considerando ambos conceptos como sinónimos. De modo más amplio, MONTOYA MANFREDI, Ulises. Comentarios a la Ley de Títulos Valores. Lima: San Marcos, 1970. p. 5, se refiere a los títulos valores como instrumentos documentales que permiten a los agentes económicos movilizar recursos financieros, que abarcan «todo ese conjunto de documentos que tienen vida propia, que circulan con gran intensidad en el tráfico económico, y de los que emergen para sus titulares derechos típicos, con caracteres bien definidos».

⁷² Diferente es el caso europeo, pues el inciso 2) del artículo 1° de la Directiva Comunitaria sobre operaciones de iniciados restringe el elemento material objeto de la información privilegiada a los siguientes valores mobiliarios: 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 plazos 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.

⁷³ Al respecto, FORSTMOSER, citado por HURTADO POZO, José. «El delito de explotación de información privilegiada en el Código penal suizo», cit., p. 427, señala que «se habla de actividad de iniciados sólo si se actúa en base a informaciones que los otros aún no poseían o que no *podían* obtener».

⁷⁴ *Ibid*, loc. cit.

⁷⁵ RUÍZ RODRÍGUEZ, Luis Ramón, op. cit., pp. 264-265.

pone de manifiesto que la disposición no se circunscribe al caso de valores inscritos en Bolsa -y que por tanto, tienen cotización-, sino que la norma se aplica a todos los casos de oferta pública primaria o secundaria. Empero, en todo caso, debe tratarse de negocios o actos referentes a empresas que realizan oferta pública, puesto que conforme se establece en el artículo 1º *in fine* de la Ley del mercado de valores, en términos generales sus disposiciones no alcanzan a los valores que son materia de oferta privada.

Habiendo analizado de forma separada los elementos que integran la definición normativa de información privilegiada, cabe evaluar el impacto que puede generar la no inclusión -de forma expresa- en el artículo 40º de la Ley del mercado de valores de una cualidad uniformemente reconocida en doctrina como ínsita a este concepto, a saber, el carácter concreto de la información.

La referencia que hacen la mayoría de legislaciones bursátiles al carácter preciso o concreto de la información privilegiada⁷⁶, permite diferenciar lo que propiamente son informaciones privilegiadas de los datos especulativos o los rumores (informaciones «*very soft*»), tan comunes en el ámbito del mercado de valores⁷⁷. Sin embargo, en dichas legislaciones, la norma no establece los requisitos que debe observar una información para que sea considerada como «precisa», «concreta» o «específica», por lo que se a propuesto interpretar a contrario esta exigencia⁷⁸, y excluir las «informaciones o noticias genéricas y las suposiciones» sobre la coyuntura bursátil del ámbito de las informaciones privilegiadas, aunque presenten cierta robustez o determinen la toma de decisión de invertir, pues este carácter genérico de la información exige una labor interpretativa del operador bursátil, a partir de comparaciones con otros datos y un análisis del mercado basado en su experiencia.

En buena cuenta, estas habilidades constituyen el *know how* de los operadores bursátiles e inversionistas, que les permite discriminar e interpretar los datos relevantes de las noticias genéricas para predecir el comportamiento del mercado. En tanto las informaciones no posean un contenido específico, no es posible calificarlas de «privilegiadas».

Entiendo que en la legislación peruana no era necesaria una referencia expresa al carácter concreto de la información, puesto que al exigirse que la información sea proveniente del emisor y que además esté referida a éste, a sus negocios o a los valores por él emitidos o garantizados, así como que posea entidad suficiente de influir en la liquidez, precio o cotización de dichos valores, se excluye cualquier noticia genérica sobre el mercado de valores, o sobre el propio emisor, sus negocios o valores, de la esfera de informaciones de carácter privilegiado.

4. La utilización indebida de información privilegiada como comportamiento típico

Pese a que la nueva Ley del mercado de valores fue la que incorporó el *insider trading* en el catálogo de delitos del Código penal, no se ha diferenciado claramente el espectro de comportamientos sancionados a nivel administrativo-bursátil de las prácticas de iniciados punibles en sede jurídico-penal. Efectivamente, el Reglamento de Sanciones en el Mercado de Valores prevé como acto grave la realización de operaciones bursátiles con información privilegiada o la divulgación de la misma a terceros, efectuada por cualquier inversionista [artículo 12º, inciso d)]. Asimismo, dicho Reglamento prevé como acto muy grave la utilización o divulgación de información privilegiada efectuada por los directores, administradores, gerentes, auditores y otros funcionarios de las sociedades emisoras [artículo 13º, inciso 1), literales a) y b)].

Las normas sobre información privilegiada, contenidas en la Resolución CONASEV Nº 00359-1993-EF/94.10.0, imponen expresamente un deber de guardar reserva absoluta a los directores, gerente general, administradores, auditores, gerentes y secretarios de los órganos de las sociedades, accionistas de las sociedades emisoras que individualmente posean el 5% o más del capital social de

⁷⁶ La Directiva Comunitaria Nº 89/592/CEE, en su artículo 1º, y el artículo 3º del Reglamento de la COB francesa se refieren a «información de carácter preciso»; la Ley del mercado de valores española, Ley Nº 37/1998, alude a «información de carácter concreto»; y, la legislación italiana la define como «información específica, de contenido determinado».

⁷⁷ SÁNCHEZ GUILARTE, Juan y Alberto TAPIA HERMIDA, op. cit., p. 773. Estos autores advierten que el material informativo de que dispone un iniciado se compone básicamente de hechos y de juicios relativos a títulos-valores, sociedades emisoras u operaciones bursátiles. Dentro de este material informativo del iniciado es posible distinguir entre «una información directa» referida a los títulos o sociedades y un volumen informativo «de carácter indirecto» constituido por juicios e informaciones sobre operaciones y coyuntura bursátil en general.

⁷⁸ Cfr.: RUÍZ RODRÍGUEZ, Luis Ramón, op. cit., pp. 265-266.

la misma, asesores, liquidadores de las sociedades cuyos valores se encuentren inscritos en Bolsa, y en general a «quienes por razón de su cargo o actividad, tengan acceso a la información sobre hechos de importancia de una sociedad emisora» cuyos valores se encuentren inscritos en el Registro Público de Valores e Intermediarios (artículo 1º). Sin embargo, siguiendo la técnica de la derogada norma administrativa, en los numerales siguientes se extiende la titularidad del deber de confidencialidad y abstención a «todas aquellas personas que por relación temporal o accidental con la sociedad o con las personas vinculadas a ella puedan acceder a información privilegiada» (artículos 2º y 3º), así como «a cualquier otra persona que disponga de información privilegiada sobre un determinado valor» (artículo 5º).

Acorde a estas disposiciones, se sanciona indiscriminadamente en sede administrativa -a través de CONASEV y de la Bolsa de Valores de Lima- la realización de operaciones bursátiles con información privilegiada, así como la divulgación de la misma a terceros, efectuada por cualquier persona que haya entrado en posesión de información privilegiada, sin importar la forma de acceso.

Por su parte, en sede jurídico-penal el campo de aplicación del precepto sólo excluye las operaciones bursátiles practicadas por iniciados casuales o remotos, yuxtaponiéndose ambas manifestaciones del *ius puniendi* al momento de reprimir la obtención de beneficios o evitación de perjuicios mediante el uso de información privilegiada por parte de iniciados primarios y parientes de éstos (iniciados secundarios).

Cabe en este punto cuestionarse el tipo de actividad que ha de ejecutar el iniciado para acceder a la información privilegiada, planteamiento que pudiera quedar concretado en la interrogante de si es necesario que el iniciado haya «perseguido» o «buscado» esta información, o bien si es la simple posesión lo que hay que apreciar.

Ciertamente, la normatividad administrativa bursátil impone los deberes de abstención y confidencialidad por el sólo mérito de estar en posesión de información privilegiada. Empero, en sede penal, de cara a las necesidades de protección del bien jurídico, resulta claro que no es la mera posesión de la información lo que se pretende reprimir, porque ella en nada afecta a la confianza de los inversionistas en el mercado, ni altera su funcionamiento.

A mi juicio, el respeto del principio de mínima intervención y la necesidad de protección del bien jurídico obligan a restringir la intervención penal a las operaciones con información privilegiada efectuadas por sujetos con vinculación societaria o profesional respecto a los negocios del emisor, dejando en el ámbito del Derecho administrativo sancionador los casos de abusos perpetrados por iniciados secundarios. Sin duda, los iniciados primarios ostentan un deber de garante más intenso respecto al funcionamiento eficiente del mercado de valores⁷⁹, de modo que su comportamiento desleal comporta un resquebrajamiento mayor de la confianza de los inversionistas, que el que importaría el aprovechamiento de información privilegiada por parte de sujetos que sólo tienen deberes genéricos de lealtad al mercado.

La conducta criminalizada en el artículo 251º-A del Código penal peruano consiste en usar -en forma directa o a través de terceros- información privilegiada, siempre que dicha utilización reporte algún beneficio -también entendido como evitación de un perjuicio- de carácter económico para el iniciado. La determinación cabal de las operaciones cobijadas bajo el manto de la conducta típica debe realizarse a partir de la expresión «mediante el uso de información privilegiada» contenido en el precepto penal. Al comparar el comportamiento típico del delito de *insider trading* con el artículo 43º de la Ley del mercado de valores, precepto legal que prohíbe: a) revelar o confiar la información a terceros; b) recomendar la realización de operaciones con valores a los que se contrae la información; y, c) hacer uso indebido y valerse -directa o indirectamente- en beneficio propio o de terceros, de la información privilegiada, se verifica que la configuración del injusto penal se restringe -*stricto sensu*- a uno de los comportamientos prohibidos por el literal c) de la norma administrativa; a saber, la obtención de un beneficio -propio- a través de la utilización indebida de información privilegiada, sea en forma directa o a través de terceros.

Ahora bien, en términos generales, son reconducibles a este supuesto de uso indebido de información privilegiada los casos de divulgación (revelar o confiar) y recomendación de operaciones bursátiles a terceros, siempre y cuando las transacciones llevadas a cabo por el tercero generen

⁷⁹ En este sentido, LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, Jacobo, op. cit., pp. 211-212. Coincido con este autor en que, en sede penal, los deberes de salvaguardia de información están establecidos para los *insiders*, no acogiendo a los *outsiders*.

beneficios económicos al iniciado. Efectivamente, «el uso se refiere a la utilización en beneficio propio, aunque sea a través de otro, y con independencia de que éste obtenga o no un beneficio»⁸⁰.

En definitiva, no son punibles en sede penal: i) los actos de simple revelación de información privilegiada a terceros, aunque el receptor de la información obtenga beneficios luego de su utilización; ii) la recomendación de operaciones bursátiles respecto de valores a los que se refiere la información, independientemente si tales operaciones se llegan a realizar; y, iii) la utilización indebida de información privilegiada por parte del propio iniciado o de un tercero, en beneficio de alguien distinto al iniciado⁸¹.

Empero, sí se configura el injusto típico del *insider trading* el caso de revelación de información o recomendación de operaciones a terceros, cuando la realización de tales operaciones comporta algún beneficio económico al iniciado. Mas, acorde a los criterios de interpretación teleológicos, hay que descartar que el beneficio típico constituya una contraprestación económica a favor del iniciado, a cambio de la divulgación de la información a un tercero⁸², puesto que en estos casos el beneficio económico no se deriva de la realización de operaciones bursátiles con información privilegiada. Al respecto, Terradillos Basoco al comentar la conducta de «suministrar» del tipo penal español de *insider trading*, cuya redacción adolece de un defecto lingüístico advertido por Martínez Buján-Pérez⁸³, concluye que si el iniciado primario es el que obtiene el beneficio, en realidad está «usando» la información (el hecho de que la utilice haciendo partícipe de la misma a otro es irrelevante)⁸⁴, máxime si se contempla la posibilidad de realización de la acción típica a través de persona interpuesta.

Con todo, el comportamiento típico consistente en «usar -directamente o a través de terceros- información privilegiada» ha de entenderse en el sentido de «negociar con valores o instrumentos»⁸⁵, esto es, adquirir o ceder valores respecto de los cuales se posea información privilegiada, así como comunicar la misma a terceros o recomendar la compra o venta de valores⁸⁶, siempre que tales actos reporten algún beneficio económico al iniciado, derivado de las operaciones bursátiles realizadas sobre la base de la información privilegiada⁸⁷.

En este sentido, el «uso» de la información privilegiada, por parte de los sujetos a los que se refiere el tipo del injusto -vía remisión interpretativa-, comporta siempre un abuso, habida cuenta de los expresos y específicos deberes jurídicos de confidencialidad y abstención que les impone la Ley del mercado de valores⁸⁸. De este modo, el «uso» al que se refiere la descripción típica debe entenderse como la utilización abusiva de una información, amén del «quebrantamiento de un especial deber de salvaguarda»⁸⁹.

Acorde con esto, se tiene que la mera posesión de información privilegiada no constituye una conducta perseguible⁹⁰, sino que sencillamente implica el sometimiento a una serie de deberes de confidencialidad y abstención -previstos en el artículo 43° de la Ley del mercado de valores y en el artículo 5° de la Resolución CONASEV N° 359-1993-EF/94.10.0-, cuya transgresión adquiere

⁸⁰ GONZÁLES RUS, Juan José, op. cit., p. 820.

⁸¹ Comportamientos castigados con sanciones de índole administrativo en la Ley del mercado de valores y sus normas reglamentarias.

⁸² Cfr.: MARTÍNEZ BUJÁN-PÉREZ. Derecho penal económico. Parte especial. Valencia: Tirant lo Blanch, 1999, p. 145.

⁸³ Al respecto la descripción típica contenida en el Código penal español alude a «Quien de forma directa o por persona interpuesta [...], o la suministrare obteniendo para sí o para un tercero un beneficio económico [...]». En efecto, al emplearse el gerundio («obteniendo [...]») para describir el resultado material, lo que se está expresando es que la obtención ha de ser imputada al propio iniciado primario, de suerte que esta conducta queda perfectamente incluida en la modalidad de «usar», máxime si la misma puede realizarse por tercero. Vid. MARTÍNEZ BUJÁN-PÉREZ. Derecho penal económico. Parte especial, cit., pp. 142-143.

⁸⁴ TERRADILLOS BASOCO, Juan. «Protección penal del mercado financiero», cit., p. 173.

⁸⁵ ACALÉ SÁNCHEZ, María y Juan TERRADILLOS BASOCO. «Protección penal del mercado bursátil», cit., p. 26.

⁸⁶ Prohibición contenida en el artículo 5° de la Resolución CONASEV N° 359-1993-EF/94.10.0, relativa a «Normas sobre información privilegiada».

⁸⁷ Exigencia infranqueable contenida en el artículo 251°-A del Código penal.

⁸⁸ MORENO CÁNOVES, Antonio y Francisco RUÍZ MARCO, op. cit., p. 214. En el mismo sentido: CALDERÓN SUSÍN, Eduardo. «El abuso de información privilegiada en el mercado de valores». En: Delitos socioeconómicos en el nuevo Código Penal. Madrid, p. 241. Para es autor, por tratarse de una información privilegiada, el uso equivale al abuso, al infringirse el deber de fidelidad o lealtad, mediante la compra o venta de valores o instrumentos financieros.

⁸⁹ GONZÁLES CUSSAC, Juan. «El abuso de información privilegiada», cit., p. 142.

⁹⁰ Cfr. BRAMONT-ARIAS TORRES, Luis Alberto y María del Carmen GARCÍA CANTIZANO, op. cit., p. 466.

relevancia penal en tanto se realice por un iniciado primario -vinculado societaria o profesionalmente al emisor- o secundario -pariente o cónyuge de algún iniciado primario, según los artículos 41° d) y 42° k) de la Ley del mercado de valores-, puesto que la utilización de información privilegiada no comporta un abuso de ésta, sino de la posición que detenta quien tiene acceso a ella.

Lo que sí se prohíbe y persigue, tanto en sede administrativa como penal, son las conductas sintetizables en el concepto de *trading* (comercio), bien sea por vía «reflexiva», bien por vía «transitiva»⁹¹. El denominado «tráfico reflexivo» alude a deber de abstención, a través del cual se prohíbe cualquier conducta de tráfico de información privilegiada, abarcando las hipótesis de compra y venta de valores en el mercado bursátil, realizada de manera directa o indirecta, con la consecuente obtención de beneficios económicos. Empero, de los comportamientos vinculados al tráfico de información, se excluye de la prohibición el supuesto conocido como «*insider non trading*», esto es, que quien estando en posesión de una información privilegiada decida abstenerse de realizar la adquisición o venta de valores que tenía proyectada antes de conocer dicha información⁹², pues en estos casos la dificultad probatoria es muy elevada⁹³.

Por su parte, el llamado «abuso transitivo» alude al deber de abstención, en su vertiente de prohibir la revelación de información privilegiada a un tercero, sea a través de una simple divulgación o se trate de una recomendación de realizar determinada operación bursátil⁹⁴. Esta modalidad de abuso es reprimida sólo en sede administrativa, salvo que el tercero efectúe operaciones en el mercado de valores en beneficio del iniciado, en cuyo caso este comportamiento será subsumible en la descripción típica: «uso de información privilegiada».

En resumen, el comportamiento típico se configura con la obtención de un beneficio mediante la ejecución de alguna transacción relativa a valores, efectuada por un iniciado que esté en posesión de información privilegiada, o por un tercero a quien se le haya revelado la información. El marco sancionador de la Ley del mercado de valores es mucho más amplio que el injusto penal, pues reprime, junto a la realización de operaciones bursátiles beneficiosas para el iniciado [artículo 43°, literal c)], la ejecución de operaciones en beneficio exclusivo de terceros [artículo 43°, literal c)], la simple divulgación de la información a terceros [artículo 43°, literal a)], así como la recomendación de operaciones respecto a valores a los que se contrae la información privilegiada [artículo 43°, literal b)].

De esta forma, se ha reservado la intervención penal a las formas de ataque más graves al bien jurídico protegido; a la sazón, aquellas operaciones bursátiles con información privilegiada que reportan beneficios al iniciado, aunque sean realizadas por persona interpuesta (testaferros o fiduciarios). Definitivamente, esta modalidad de operación bursátil con información privilegiada irroga una grave dañosidad social, pues deslegitima la eficiencia que debe caracterizar al funcionamiento

⁹¹ TAPIA HERMIDA, Alberto y Juan SÁNCHEZ GUILARTE. «En torno a la propuesta de Directiva sobre operaciones de iniciados». En: Noticia CEE. N° 40, (1988) p. 117.

⁹² SEALY, L.S. *Cases and materials in Company Law*. Londres, 1985. p. 506.

⁹³ Además de los problemas de índole probatorio, coincido con MARTÍNEZ BUJÁN-PÉREZ, Carlos. Derecho penal económico. Parte especial, cit., p. 141-142, en que la admisibilidad del *insider non trading*, como modalidad de comisión por omisión, debe ser descartada, atendiendo a que el sujeto iniciado tienen un deber de sigilo pero no un «deber de negociar», con lo que el limitarse a no intervenir no puede estimarse estructuralmente equivalente a la acción positiva. En contra: MUÑOZ CONDE, Francisco. Derecho penal. Parte especial, cit., p. 452, para quien la comisión por omisión cabe respecto a la modalidad de suministrar la información a un tercero. La admisión de la autoría en comisión por omisión, respecto a la modalidad de revelar la información privilegiada a terceros, pasa por determinar la existencia de un deber de garante de los iniciados, traducido en la obligación positiva de actuar impidiendo la fuga de información. En el caso peruano este deber se expresa en el artículo 43° de la Ley del mercado de valores, cuando se señala que las personas que poseen información privilegiada «están obligadas a velar porque sus subordinados acaten las prohibiciones establecidas en este artículo». Empero, el quebrantamiento de este deber sólo tiene efectos en el ámbito administrativo, puesto que la configuración del delito de iniciados necesariamente requiere la obtención de un beneficio económico por parte del sujeto activo, resultado material que pone en peligro el bien jurídico, cuya producción se da en un contexto de «venta» de información, supuesto de autoría activa recogido *de lege lata* en el tipo del artículo 251°-A del Código penal.

⁹⁴ Según SÁNCHEZ GUILARTE, Juan y Alberto TAPIA HERMIDA. «El abuso de información privilegiada (“insider trading” y operaciones de iniciados)», cit., p. 775, el denominado «abuso reflexivo» se caracteriza por el acceso funcional o profesional y la posterior utilización de la información privilegiada; mientras que en la modalidad transitiva es posible distinguir un primer iniciado profesional que actúa como emisor de la información y un segundo iniciado “no profesional” que actúa como receptor de la misma, quien, a su vez, puede utilizar o transmitir nuevamente la información privilegiada, siendo impunes estas transmisiones sucesivas.

del mercado de valores como mecanismo alternativo de financiamiento, al resquebrajar la confianza de los inversionistas en su transparencia.

Empero, las transacciones de iniciados que constituyen el comportamiento típico del delito de *insider trading* también están previstas como merecedoras de sanciones administrativas⁹⁵, por lo que en estos casos la administración deberá ceder ante la jurisdicción, conforme las exigencias del principio *ne bis in idem*. Efectivamente, si CONSAEV advierte en la sustanciación de un expediente administrativo sancionador la comisión de un delito de *insider trading* deberá inhibirse del conocimiento de dicho procedimiento y cursar copia de lo actuado al Ministerio Público, a fin de que ejercite la correspondiente acción penal.

Asimismo, si el órgano judicial penal dicta sentencia condenatoria por delito de abuso de información privilegiada, queda absolutamente proscrita la posibilidad de sancionar de nuevo en sede administrativa tal conducta, salvo el extremo del injusto no valorado por el tipo penal; y, en caso de sentencia absolutoria o sobreseimiento en sede penal, la única limitación a la continuación del procedimiento sancionador administrativo a seguir por CONASEV es que éste se substancie a partir de los hechos que el órgano judicial penal haya considerado como probados, de modo que si en la actuación jurisdiccional se declaró la inexistencia del hecho o la no participación del sujeto en el mismo, no será posible la instauración o continuación del expediente administrativo.

La referencia del precepto penal al «uso de información privilegiada» exige que la determinación del comportamiento típico se realice a través de una remisión interpretativa a la Ley del mercado de valores (artículo 43º), con la barrera infranqueable -impuesta por el propio tipo penal- de que dicha utilización acarree la obtención de un beneficio económico a favor del iniciado.

A mi juicio, la restricción de la obtención del beneficio o evitación del perjuicio a favor del iniciado genera una laguna de punibilidad, que deja fuera de la tipicidad objetiva al iniciado que opera en el mercado de valores con información privilegiada en beneficio exclusivo de su comitente o cliente. En efecto, la adquisición o cesión de valores, respecto de los cuales se tiene información privilegiada, realizada por un agente de intermediación a favor de su cliente, importa un resquebrajamiento de la confianza del resto de inversionistas en el mercado, de igual entidad que si el iniciado actuara en beneficio propio.

5. La exigencia de un resultado beneficioso: ¿Es necesaria la fijación de una cuantía mínima para delimitar la infracción administrativa de la infracción penal?

La exigencia típica de obtención de un beneficio o evitación de un perjuicio de carácter económico, derivada del abuso de información privilegiada en el mercado de valores, evidencia que el legislador peruano ha construido un delito de resultado lesivo contra intereses económicos supraindividuales, traducidos en expectativas lucrativas de los inversionistas actuales y potenciales.

Entiendo que el abuso de información privilegiada ha sido tipificado como un «delito con bien jurídico intermedio espiritualizado», en el que se tutela de forma mediata el funcionamiento eficiente del mercado de valores como bien jurídico colectivo, a través de un tipo que formalmente exige la obtención de un beneficio económico, merced a la lesión de expectativas lucrativas de los inversionistas. Acorde con este planteamiento, considero acertada la configuración del abuso de información privilegiada como un delito de resultado material respecto al objeto con función representativa, cuya lesión genera una situación de peligro concreto para el funcionamiento del mercado de valores⁹⁶.

⁹⁵ Se ha visto que el artículo 12º del Reglamento de Sanciones en el Mercado de Valores considera como acto grave: d) Utilizar la información privilegiada a que se tenga acceso sobre un determinado valor, para realizar con la misma, cualquier operación en el mercado, o darla a conocer a terceros o recomendar alguna transacción en base a dicha información. Se sanciona con multa. Asimismo el artículo 13º de dicho Reglamento considera como infracción muy grave: b) Obtener ventajas para sí o para otros en transacciones con los valores efectuados utilizando información reservada o aún no divulgada al mercado, a que tenga acceso por razón del cargo o funciones que desempeña en las sociedades. Se sanciona con multa a los auditores o con destitución a los directores, gerentes o administradores.

⁹⁶ Entendida la construcción típica del artículo 251º-A del Código penal como un delito con bien jurídico intermedio con función representativa, se compatibilizan las exigencias de un sector doctrinal que propone encauzar la protección del bien jurídico a través de un tipo de peligro, pues la criminalización del *insider trading* pretende garantizar que la cotización de los valores negociados no se vea mistificada por el abuso de información que debió permanecer reservada. Por todos: ACALÉ SÁNCHEZ, María y Juan TERRADILLOS BASOCO, Juan Mº. «Protección penal del mercado bursátil», cit., p. 29, con la posición de aquellos que

Sin duda, merece una valoración positiva la inclusión de *la evitación de un perjuicio* como forma alternativa de producción del resultado material., pues aunque -conforme una interpretación gramatical y teleológica- la solitaria referencia a la obtención de un beneficio puede englobar la evitación de una pérdida, su mención explícita despeja todo atisbo reduccionista del espectro de acciones típicas que pudiera formularse a partir de la literalidad del precepto.

Ahora bien, considerando que no toda obtención de beneficios implica la causación efectiva de un perjuicio patrimonial, resulta acertado que la estructura típica del delito de iniciados no exija la causación de un perjuicio patrimonial cuantitativamente valorizable, puesto que dicho detrimento ha de considerarse en términos colectivos o institucionales⁹⁷. Por lo demás, la referencia a la causación de un perjuicio al patrimonio individual de los inversionistas no permitiría ampliar la esfera del resultado material típico, pues «muy raras veces estas operaciones de abuso de información privilegiada causarán un daño patrimonial a los particulares»⁹⁸.

Conforme se advirtió en el epígrafe precedente, una modificación del artículo 251º-A del Código penal debe contemplar la obtención del beneficio o evitación del perjuicio económico a favor de terceros, con el objeto de cubrir la laguna de punibilidad actualmente existente. En definitiva, la admisibilidad del beneficio a favor de tercero, dentro del resultado material, posibilitaría la incriminación de agentes de intermediación que operan en el mercado por cuenta de sus comitentes o clientes; formas de operar muy frecuentes entre los iniciados, que actualmente se encuentran ayunas de protección penal.

Estando al nexo causal que debe verificarse entre el provecho económico obtenido -o la pérdida evitada- y la realización de operaciones bursátiles con información privilegiada, el delito se consuma cuando se genera dicha ventaja. Empero, de cara a identificar la fase consumativa del delito, es fundamental determinar el momento en que debe entenderse producido el beneficio o evitada la pérdida. Al respecto, debe seguirse al profesor Hurtado Pozo cuando sostiene que el resultado típico se produce cuando varía el curso de los valores mobiliarios. Así, cuando aumenta la cotización del valor se genera la ganancia por la compra previa a menor precio; y cuando disminuye la cotización del valor, se evita una pérdida por la venta previa al precio original; debiendo añadirse que esta fluctuación del curso debe ocurrir cuando la información privilegiada es dada a conocer al mercado, siendo irrelevante que dicha fluctuación sea temporal o permanente, de suerte que si el valor vuelve a su nivel originario no se excluye la represión de la operación ya efectuada. En síntesis, el delito se consuma «al momento de producirse el cambio de curso previsto, sin que sea necesaria la materialización de la ventaja pecuniaria»⁹⁹, ni la realización efectiva del hecho a que se refiere la información privilegiada.

Así, son deleznable los argumentos que se decantan por exigir la efectiva materialización del beneficio para la consumación del delito, por cuanto a este razonamiento subyace la concepción del abuso de información privilegiada como delito patrimonial. Por el contrario, estimo que la variación de la cotización del valor adquirido o cedido en virtud del conocimiento privilegiado de una información, acaecida como consecuencia de la divulgación de esta información, es suficiente para considerar que se ha generado un descrédito en el mercado de valores como mecanismo alternativo de financiación, y se ha resquebrajado la confianza en los inversionistas que ven afectadas sus legítimas expectativas lucrativas.

Conforme a este planteamiento, no hay inconveniente en admitir la punibilidad de las formas imperfectas de ejecución del delito en aquellos casos en los que no varíe la cotización del valor objeto de una operación bursátil con información privilegiada¹⁰⁰.

consideran «un total acierto su configuración como delito de resultado que precisa una lesión patrimonial». Cfr.: GONZÁLES CUSSAC, José Luis. «Abuso de información privilegiada», cit., p. 530.

⁹⁷ Coincido con MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ. Derecho penal económico. Parte especial, cit., p.145, en que la configuración del tipo como uno de resultado lesivo para el patrimonio individual de los inversionistas no responde a la naturaleza de las cosas, puesto que el perjuicio característico de esta figura delictiva posee una dimensión colectiva e institucional.

⁹⁸ Ibid., p. 144-145.

⁹⁹ Cfr.: HURTADO POZO, José. «El delito de explotación de información privilegiada en el Código penal suizo», cit., p. 432. En contra: MORENO CÁNOVES, Antonio y Francisco RUÍZ MARCO, op. cit., p. 215. Para estos autores el momento de consumación del delito se produce con la materialización del beneficio.

¹⁰⁰ En contra: aquellos que consideran el *insider trading* como delito patrimonial. Vid. ROBLEDO VILLAR, Antonio, op. cit., p. 400; BAJO FERNÁNDEZ, Miguel. «Uso de información privilegiada», cit., pp. 645-646. Para éste último autor no es punible la tentativa porque no sería más que el «preparar, comunicar o

Con relación a la obtención de un resultado material, el legislador peruano no ha supeditado la intervención penal a la superación de un «umbral cuantitativo». Ello es acertado, pues los criterios de delimitación de carácter cualitativo son suficientes. La distinción principal entre el ilícito administrativo y el delito de iniciados está determinada por el círculo de sujetos cualificados en la norma penal, y por el espectro de comportamientos incriminados.

En definitiva, estos criterios político-criminales de selección son compatibles con el principio de fragmentariedad, puesto que el funcionamiento eficiente del mercado de valores será puesto concretamente en peligro cuando los abusos de información privilegiada, por un lado, involucren la infracción de deberes de lealtad específicos, y, por otro lado, lesionen -aunque sea mínimamente- las expectativas lucrativas de los inversionistas actuales y potenciales, lo cual ocurre siempre que un iniciado se beneficia económicamente amén de la ejecución de transacciones bursátiles con información privilegiada. La obtención una ganancia o la evitación de una pérdida por parte de un iniciado, por más insignificante que esta sea, aumenta en alguna medida la aversión al riesgo connatural a todo inversionista, y, con ello, la desconfianza en el mercado de valores.

Estando a lo expuesto líneas arriba sobre la naturaleza supraindividual del perjuicio que irrogan las operaciones de iniciados, y teniendo en cuenta la solvencia de los criterios cualitativos para distinguir el injusto penal del administrativo, entiende que no resulta necesaria la referencia a la gravedad del resultado disvalioso como correctivo típico que afiance el merecimiento de pena. En buena cuenta, las exigencias del principio de insignificancia de excluir del injusto los ataques mínimos son satisfechas con la delimitación de la órbita del sujeto activo y la concreción de comportamientos punibles en función al éxito de la transacción ejecutada por el iniciado, esto es, cuando obtiene algún beneficio o se evita alguna pérdida, por más escasa que sea.

6. Epílogo

La ausencia de casos judiciales por delito de iniciados no debe ser atribuida a la dificultad probatoria para detectar a los responsables de las prácticas de *insider trading*, pues -como afirma Schünemann- la obtención de pruebas es muy factible en el tráfico mercantil, ya que todo se encuentra documentado¹⁰¹. En efecto, CONASEV lleva un Reporte de la Cotización de los valores y un Registro de las transacciones realizadas. Si bien es cierto, existe «reserva bursátil» respecto a la información relativa a compradores y vendedores de valores mobiliarios, ésta puede ser levantada por orden judicial en el marco de una investigación preliminar o proceso penal. Antes bien, entiendo que las causas que impiden la aplicación práctica del tipo penal de iniciados están referidas a: a) La lamentable insensibilización ciudadana sobre el carácter lesivo de las operaciones bursátiles con información privilegiada; y, b) La escasa labor de identificación de casos por parte de CONASEV.

La efectiva represión de las operaciones de iniciados requiere una eficaz comunicación y articulación de la protección penal y administrativa, de modo que la intervención de CONASEV como ente técnico y especializado encargado de regular la actividad bursátil y supervisar a los emisores, debe estar orientada a: i) Comunicar al Ministerio Público los hechos que puedan configurar delito de iniciados. Al respecto, basta la simple sospecha; y, ii) Emitir una pericia institucional económica que tenga valor probatorio en el proceso penal, sin que implique un requisito de procedibilidad de la acción penal¹⁰².

recomendar» sancionados administrativamente en la Ley del mercado de valores. Efectivamente, coincido con este autor en que tales actos constituyen conductas sancionables en el ámbito administrativo, empero, ello no constituye razón suficiente para excluir la punibilidad de la tentativa en supuestos posteriores a la ejecución de la operación bursátil en los que -por causas ajenas al iniciado- no se produce la fluctuación en la cotización.

¹⁰¹ Citado por TERRADILLOS BASOCO, Juan. Derecho penal de la empresa. Madrid: Trotta, 1996, p. 29.

¹⁰² Sobre el papel de la Administración en la persecución penal, Vid. c. más ref. SAN MARTÍN CASTRO, César E. «Delito socio económico y proceso penal: El Derecho procesal penal económico». En: *Advocatus* N°4 (Mayo 2001). Revista de los alumnos de la Facultad de Derecho de la Universidad de Lima, pp. 282-290.