

Problemas exegéticos en las modalidades del *insider trading* (art. 285 CP español)*

Recibido 05/11/2012 - Aprobado 02/10/2013

ZAMYR VEGA GUTIÉRREZ**

* Este trabajo se ha realizado en el marco del Proyecto de Investigación DER2008-02004/JURI: "Protección penal del sistema económico, empresarial y laboral en el marco de los mercados", financiado por el Ministerio de Ciencia e Innovación, Subdirección Gral. de Proyectos e Investigación (Investigador principal Prof. Luzón Peña). La publicación de este artículo se efectúa dentro del programa de Ayudas Postdoctorales concedidas por el Vicerrectorado de Investigación de la Universidad de Alcalá.

Índice de abreviaturas: ADPCP: Anuario de Derecho Penal y Ciencias Penales; AG: Die Aktiengesellschaft; APen: Actualidad Penal; APCP: Anteproyecto de Código Penal; BB: Der Betriebs-Berater (Zeitschrift für Recht und Wirtschaft); BfuP: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis; BGH: Bundesgerichtshof (Tribunal Supremo Federal alemán); CGPJ: Consejo General del Poder Judicial; CuadDJ: Cuadernos de Derecho Judicial. Colección del Consejo General del Poder Judicial; CPC: Cuadernos de Política Criminal; CP: Código Penal; CNMV: Comisión Nacional de Mercado de Valores; DB: Der Betrieb; DZWir: Deutsche Zeitschrift für Wirtschaftsrecht; DPE: Derecho Penal Económico; DP PE: Derecho Penal. Parte Especial; EJB: Enciclopedia Jurídica Básica; EPB: Enciclopedia Penal Básica; EPen: Estudios Penales; EPCr: Estudios Penales y Criminológicos, Univ. Santiago de Compostela; EuZW: Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht; ICADE: Revista de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales; JZ: Juristenzeitung; LG: Land Gericht; JA: Juristische Arbeitsblätter; LL: La Ley; LMV: Ley de Mercado de Valores; NJW: Neue Juristische Wochenschrift; NSStZ: Neue Zeitschrift für Strafrecht; NZG: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht Vereinigt mit WiB; NZZ: Neue Zürcher Zeitung; n: nota; OPA: Oferta Pública de Adquisición de acciones; RDBB: Revista de Derecho Bancario y Bursátil; RDM: Revista de Derecho Mercantil; RDP: Revista de Derecho Penal; RDPCr: Revista de Derecho Penal y Criminología Fac. Derecho UNED; RGD: Revista General de Derecho; StGB: Strafgesetzbuch (Código penal alemán y suizo); StraFo: Strafverteidiger Forum; Wistra: Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht; WpHG: Wertpapierhandelsgesetzes; WM: Wertpapier-Mitteilungen (Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht; ZBB: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft; ZfK: Zeitung für kommunale Wirtschaft; ZKW: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen; ZGR: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht; ZHR: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht; ZStW: Zeitschrift für die Gesamte Strafrechtswissenschaft; ZIP: Zeitschrift für Wirtschaftsrech.

** Doctor en Derecho. Investigador contratado de Derecho Penal. Universidad de Alcalá.
Contacto: jose.vega@uah.es

Al Prof. Dr. Dr. h.c. D. Diego-Manuel Luzón Peña,
por su inestimable magisterio e infinita generosidad

Resumen

El uso de información privilegiada bursátil, mejor conocido en el Derecho angloamericano como *insider trading* o en el derecho francés como delito de iniciados, es una figura delictiva relativamente reciente en el sistema punitivo español, pese a que las legislaciones de ciertos países europeos ya establecían, algunos años atrás, sanciones penales para este tipo de prácticas que atentan fundamentalmente contra el correcto funcionamiento del mercado de valores. En este sentido, el legislador español se ha decantado por la incriminación de tan solo dos de las cuatro posibles modalidades de conducta prohibidas en la LMV, a saber: el uso y el suministro de información privilegiada. De estas dos conductas típicas recogidas en el art. 285 CP, la del uso es la que enfrenta los mayores problemas de interpretación, fundamentalmente en el ámbito de la omisión impropia, además de su dudosa aplicación a ciertas operaciones bursátiles con especiales características, v. gr., la realización de operaciones de compra-venta de títulos valores con información privilegiada derivada de la ejecución de un examen con la diligencia debida (*Due-Diligence*), la pignoración de títulos valores afectados por la información o la ejecución de operaciones propias anticipadas a la orden del cliente (*Front-running*), entre otras.

Palabras clave

Uso de información privilegiada, diligencia debida, omisión, derecho penal.

Abstract

The use of privileged stock information, better known in the Anglo-American law as insider trading or in French law as a crime of insiders, is a relatively recent offense in Spanish punitive system, even though legislation in several European countries has already established, for some years, criminal penalties for practices that undermine the proper functioning of the stock market. In this sense, the Spanish legislator has opted for the criminalization of only two of the four possible patterns of conduct established by the LMV, namely: the use and supply of insider information. Of these two typical conducts listed in art. CP 285, the first faces major problems of interpretation, mainly in the field of improper omission, apart from its questionable application to certain special features to trade securities, v. gr., conducting operations of buying and selling insider securities arising from implementation of a due diligence review (*Due-Diligence*), the pledge of securities affected by the information or trade execution own advanced to the customer's order (*front-running*), among others.

Key words

Insider trading, Due-diligence, omission, criminal law.

Sumario

1. Introducción. 2. La modalidad típica del uso de información privilegiada: 2.1. Cuestiones previas. 2.2. Contenido de la modalidad típica del uso. 2.3. Las operaciones reguladas en la LMV. 2.4. La exigencia de causalidad psíquica entre el conocimiento privilegiado y la operación. 2.5. El denominado Front-running ¿modalidad de insider trading? 2.6. Los supuestos de Scalping (reventa): ¿conducta atípica, delito de iniciados o manipulación de mercado? 2.6.1. El Scalping en la jurisprudencia alemana. 2.6.2. Toma de postura. 2.7. La “utilización” de una información relevante para las cotizaciones derivada del Due-Diligence-Prüfung (examen o análisis con la debida diligencia): ¿supuesto de Insiderdelikt? 2.8. El iniciado que simula realizar operaciones con información privilegiada. 2.9. Exclusión de la omisión impropia. La problemática del insider non trading: 2.9.1. Planteamiento. 2.9.2. Posiciones negadoras y defensoras de su punición: a) Análisis de los casos de no negociación. b) Los supuestos de confirmación de la orden emitida al margen del conocimiento privilegiado. c) Otros posibles casos de omisión impropia. 2.9.3. Valoración crítica de los casos planteados. 3. La conducta típica del suministro: 3.1. Cuestiones previas. 3.2. ¿Atipicidad del suministro a título oneroso? 3.3. ¿Punibilidad del receptor de la información? 3.4. Atipicidad de la transmisión en cadena. 3.5. Exclusión de las simples recomendaciones. 3.6. Admisibilidad de la comisión por omisión en el suministro. 4. El uso de información privilegiada bursátil: ¿Tipo mixto alternativo o acumulativo?

1. Introducción

El delito de iniciados, mejor conocido como *insider trading*, contenido en el art. 285 CP español prohíbe el *uso* o *suministro* de información privilegiada en el mercado de valores, a todo aquel que haya tenido acceso reservado a la misma con ocasión de su actividad empresarial o profesional. Se incriminan, pues, dos conductas típicas no excluyentes entre sí, lo que de entrada plantea la posibilidad de apreciar problemas concursales cuya solución dependerá de la consideración de este delito como tipo mixto alternativo o acumulativo, aspecto éste que será abordado con posterioridad. Así mismo, las conductas típicas sugieren interesantes problemas de tipicidad en el ámbito de la comisión por omisión, fundamentalmente en el denominado *insider non trading*, y en su aplicación a distintas conductas, v. gr., el caso del llamado *Front-running* o el *Scalping*. A los efectos de una mejor exposición sistemática de las distintas cuestiones que plantean las modalidades típicas del art. 285 CP, procederemos a realizar un análisis diferenciado de cada una de ellas.

2. La modalidad típica del uso de información privilegiada

2.1 Cuestiones previas

La conducta típica del “uso” de información privilegiada, conocida en la doctrina mercantilista como “tráfico reflexivo” o “uso operativo”¹, constituye la modalidad delictiva por excelencia, ya que en la mayoría de los casos el iniciado procurará obtener ganancias o evitarse pérdidas mediante la ejecución de operaciones ligadas al conocimiento privilegiado de ciertos datos no disponibles a los demás inversores. Por esta razón, la prohibición de esta modalidad activa siempre ha estado presente en las regulaciones del *insider trading*, aunque desde el punto de vista semántico algunas veces se alude a ésta con la expresión “abuso (o tráfico abusivo)” de información privilegiada², por entender que dicho vocablo se ajusta más exactamente al contenido de deslealtad o falta de fidelidad que caracteriza a este tipo de operaciones bursátiles³.

Además, en defensa del término “abusar” se argumenta con cuestiones interpretativas. Así, Gómez Iñiesta entiende que la adopción de la expresión “usar” información relevante supondría limitar excesivamente el ámbito de actuación de los operadores en bolsa que simplemente se encuentran en posesión de dicha información, esto es así porque —a su juicio— la realización de operaciones bursátiles por quienes *poseen* información privilegiada implicaría una presunción de su utilización, por lo que sería necesario indagar sobre las razones que motivaron al sujeto a efectuar las transacciones. Este problema interpretativo no tiene cabida —según este autor— con la expresión “abusar”, en virtud de la cual se quiere indicar que la información privilegiada se está utilizando mal, de forma excesiva, injusta, inapropiada o indebidamente⁴.

1 Cfr. SÁNCHEZ GUILARTE/TAPIA HERMIDA, *RDBB* (28), 1987, 775; TAPIA HERMIDA/SÁNCHEZ GUILARTE, *Noticias*, 1988, 117; SÁNCHEZ CALERO, *PJ*, 1988, 259; VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, *Noticias CEE* (81), 1991, 37; VARELAS VARAS, *AMF* (3), 1992, 6; PAZ RUBIO, *CuadDJ*, 1993, 160; ESTEVAN DE QUESADA, *RGD* (615), 1995, 13465; TAPIA HERMIDA, *RDBB* (91), 2003, p. 334.

2 El art. 281 APCP/1994 castigaba al que “abusare” de información privilegiada. Además de esta expresión, doctrina y legislación especializada suelen utilizar términos como “utilización abusiva” o “explotación” de información privilegiada. En la doctrina alemana y suiza (así, LÜCKER; OTTO; STRATENWERTH; STEBUT; ULSENHEIMER; FORSTMOSER) se utiliza frecuentemente la expresión “Der Missbrauch”, cuyo significado se acerca más exactamente al sustantivo “abuso, mal uso”; sin embargo, la WpHG alemana que prohíbe el *insider trading* ha sustituido la exigencia típica de “explotación” del conocimiento de un hecho relevante (*unter Ausnutzung der Kenntnis von einer Insiderinformation*) por la “utilización” de información privilegiada para la compra o venta de títulos (*unter Verwendung einer Insiderinformation*), prescindiendo así de términos que impliquen una mayor carga volitiva; por el contrario, el art. 161 StGB suizo adopta el *nomen iuris* “Ausnützen der Kenntnis vertraulicher Tatsachen”.

3 En este sentido, GONZÁLEZ CUSSAC, *CPC* (37), 1989, 124, 142; *DP PE*, 1996, 480; FARALDO CABANA *EPCr*, 1995, 114; MORENO CÁNOVEZ/RUIZ MARCO, *Delitos socioeconómicos*, 1996, 214; SÁNCHEZ GUILARTE/TAPIA HERMIDA, *RDBB* (28), 1987, 775, 776, describen el fenómeno del *insider trading* como un tipo de especulación abusiva.

4 Cfr. GÓMEZ IÑIESTA, *La utilización abusiva de información privilegiada*, 1997, 369, 370. A favor de esta

A mi juicio, la adopción del término “usar” no conlleva necesariamente a vedar las transacciones de quienes están en posesión de información privilegiada, ya que cuando el legislador prohíbe el *uso de información privilegiada* está haciendo referencia a que las decisiones de inversión o desinversión del iniciado deben estar motivadas, guiadas o incentivadas por su conocimiento reservado. Desde esta perspectiva, no estará “usando” la información privilegiada quien pese a conocer la misma sólo se limita a ejecutar las órdenes de compra o venta encomendadas por razón de su profesión (v. gr. el intermediario financiero). Además, el término “abuso” o “utilización abusiva” tiene el inconveniente de que sugiere la existencia de ciertos usos *lícitos* de información privilegiada y que el legislador solamente quiere castigar aquellas conductas que superan los límites permitidos.

Por otro lado, hay quienes entienden que la utilización de uno u otro término es irrelevante, pues cuando el objeto al que ambos se refieren es información privilegiada circunscrita al ámbito bursátil entonces “uso” y “abuso” se transforman en vocablos sinónimos, ya que “todo uso de esas características constituye un abuso, es decir, un uso indebido o injusto”⁵.

Pese a esta discusión sobre la expresión más adecuada, lo cierto es que la doctrina no atribuye mayores consecuencias prácticas a la utilización de los verbos “abusar” o “usar” información privilegiada, es decir, que la adopción de una u otra expresión no tiene mayor incidencia en la configuración del tipo, ni permite —en mi opinión— un tratamiento diferenciado en la solución de los casos problemáticos en materia de omisión impropia. Se trata, por tanto, de una cuestión meramente terminológica; sin embargo, la cuestión sí adquiere relevancia cuando en lugar de estas expresiones se utiliza el término “explotación” (*Ausnutzung*) de información privilegiada, ya que —como veremos— con esta conducta se exige algo más que la simple realización de operaciones con información relevante. En tal sentido, pues, la explotación sugiere la realización de una conducta con una conducta dirigida por una finalidad, de manera que dicha modalidad típica contendría un especial elemento subjetivo que conduciría inevitablemente a afrontar problemas de aplicación práctica⁶.

postura, QUERALT JIMÉNEZ, *DPE PE*, 1996, 477; JERICÓ OJER, *Utilización de información privilegiada*, 2002, 199; así tb., el Informe del Consejo General del Poder Judicial sobre la regulación del delito de iniciados en el APCP/1994, en: Cuadernos del Consejo General del Poder Judicial, 1991, 185. En contra, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, *DPE*, 2002, 121; *DPE PE*, 2005, 300, entiende que al tratarse de actividades de compra o venta de títulos en las que se explota un conocimiento reservado, no resulta imprescindible que el legislador recurra al empleo del verbo “abusar”.

5 Así, PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 346; en parecidos términos, FARALDO CABANA, *EPCr*, 1995, 114; RUIZ RODRÍGUEZ, *Protección penal del mercado de valores*, 1997, 342; CALDERÓN CEREZO, *DP PE*, 1999, 874.

6 En este sentido, DIEKMANN/SUSTMANN, *NZG* (20), 2004, 931; GROTHAUS, *ZBB* (1), 2005, 63; HEMELING, *ZHR* (169), 2005, 285; KOCH, *DB* (5), 2005, 269.

Varias son las operaciones que pueden subsumirse en la expresión “usare” recogida en el art. 285 CP, así, por ejemplo, la compra-venta, donación, traspaso o cesión de títulos valores afectados por la información reservada. Siendo así, conviene analizar los supuestos más comunes y problemáticos a los efectos de establecer claramente el marco de actividades contractuales que encajan dentro de la prohibición y que por tanto son merecedoras de sanciones penales.

2.2 Contenido de la modalidad típica del uso

La modalidad típica del uso puede ser entendida como la ejecución de una “negociación indebida”, esto es, la realización de operaciones v. gr., de compra o venta de títulos valiéndose de un conocimiento privilegiado al que se ha tenido acceso en el ejercicio de una actividad profesional o empresarial⁷. Pese a esta propuesta de interpretación, la conducta típica del uso ha sido criticada por su excesiva amplitud e imprecisión, puesto que la información puede utilizarse de muy diversas formas, sin que ello suponga que cualquier modalidad de uso lesione el bien jurídico protegido⁸. Así pues, en un intento por concretar aún más las operaciones que están abarcadas por el tipo, hay quienes invocan el art. 2 de la Directiva 2003/6/CE para extraer de esta norma comunitaria las operaciones que pueden encajar en la conducta típica del uso, de esta forma, se ha defendido que el uso de información privilegiada comprende la adquisición, cesión o el intento de adquisición o cesión, por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente, de los instrumentos financieros a que la información se refiere⁹.

Con relación a esta última propuesta, debe advertirse que cuando un iniciado intenta realizar una operación bursátil con información privilegiada, en realidad, no ha ejecutado aún —a los efectos de la consumación como concepto formal— la conducta típica del uso, por lo que todo intento de negociación basado en información relevante será punible, en su caso, a través de la tentativa de delito.

7 Así, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: Vives Antón (coord.), *Comentarios*, 1996, 1388; *DPE*, 2002, 121; *DPE PE*, 2005, 300; *DP PE*, 2008, 489; CALDERÓN SUSÍN, *CuadDJ*, 1996, 241; GÓMEZ PAVÓN, *ICADE* (42), 1997, 254; HERNÁNDEZ SAINZ, *APen* (9), 1997, 189; ROBLEDO VILLAR, *Delitos contra el patrimonio*, 1997, 399, sostiene que sólo a través de la compra-venta de valores es posible obtener un resultado económico; en alusión a la regulación italiana, FOFFANI, *Tutela penal del mercado*, 1995, 506, señala que la conducta típica del iniciado se deriva de la realización de “cualquier operación bursátil”, sea la adquisición, venta u otras operaciones; la legislación alemana (§ 14.1 en conexión con el § 38.1.1 WpHG) hace referencia expresa a que la prohibición del uso de información privilegiada se extiende a las operaciones de compra o venta de títulos por cuenta propia o ajena. Cfr. al respecto, ALTENHAIN, *Kölner Kommentare zum Unternehmens*, 2007, 2512; PAWLIK, *Verbot von Insidergeschäften*, 2007, 404.

8 En este sentido, HERNÁNDEZ SAINZ, *APen* (9), 1997, 189, 190.

9 Así, BENÍTEZ ORTÚZAR, *Relevancia jurídica penal del insider trading*, 2005, 95.

2.3 Las operaciones reguladas en la LMV

Dado el concreto ámbito bursátil al que está dirigida la prohibición del art. 285 CP nuevamente habrá que tomar en cuenta las disposiciones de la LMV que aluden a las operaciones que pueden concurrir en el mercado de valores. En tal sentido, el art. 36.1º LMV establece que sólo se consideran operaciones de mercado secundario oficial las transmisiones por título de compra-venta, u “otros negocios onerosos” característicos de cada mercado; mientras que el ap. 2º excluye de este ámbito a las transmisiones a título oneroso distintas a las previstas en el ap. 1 y a las transmisiones a título lucrativo. Así pues, a la vista de esta disposición, el objeto de las operaciones debe reunir dos características esenciales, a saber: a) su referencia a valores negociables o instrumentos financieros admitidos a cotización en un mercado secundario oficial y, b) su carácter oneroso¹⁰.

Dentro de las operaciones a título oneroso a que se refiere el art. 36.1 LMV sólo la compra-venta está expresamente mencionada en la norma, dejando al intérprete la inclusión de otro tipo de transacciones onerosas, lo cual no es tarea sencilla si tenemos en cuenta que el ap. 2º excluye del ámbito de las operaciones precisamente a las transacciones onerosas distintas a las del ap.1º, por lo que la cuestión a resolver es, pues, qué elementos distinguen a unas operaciones onerosas de las otras. Aquí se plantea, por ejemplo, el caso de la permuta que –*por mor* de la ambigüedad de la norma penal– podría o no ser considerada como una modalidad de acción típica¹¹. En tal sentido, Prieto Del Pino sostiene acertadamente que, al igual que en las operaciones de compra-venta, con la permuta también se lesiona el bien jurídico protegido en el delito de iniciados, de ahí la necesidad de que tales operaciones estén abarcadas por la norma penal, pues su atipicidad implicaría una vía de elusión del precepto¹².

Especial atención merecen los casos de pignoración de títulos valores por parte del iniciado a sabiendas de que él no puede o no quiere rescatar la prenda, lo que supondría un claro beneficio cuando la información privilegiada refleja una caída en el precio de los títulos pignorados; estos supuestos –señala Pawlik– pueden encajar en todo caso en la modalidad típica de “venta” de títulos valores, ya que de otra forma el iniciado podría –aprovechando su conocimiento privilegiado del cual se deduce una inminente baja en las cotizaciones– obtener un préstamo gravando las acciones

10 Pese a esta acotación, es preciso mencionar que el art. 81.2 a) LMV contiene una formulación más amplia al prohibir a quienes dispongan de una información privilegiada la preparación o realización de “cualquier tipo de operación” sobre los valores negociables o instrumentos financieros.

11 HERNÁNDEZ SAINZ, *APen* (9), 1997, 190, 191.

12 Cfr. PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 353.

afectadas que luego tendrán que ser utilizadas por el acreedor para cubrir la deuda del crédito, logrando el iniciado librarse del interés sobre el préstamo¹³.

En cuanto a la exclusión de las transmisiones a título lucrativo no parece, en principio, que sea contraria a la interpretación teleológica del tipo, ya que a través de estas operaciones el iniciado no obtiene ventajas económicas —ni causa perjuicios— pese a que la realización de la transacción (v. gr., donación o herencia) es motivada por su conocimiento privilegiado; dicho de otro modo: en las operaciones a título lucrativo los iniciados no obtienen beneficios ni causan perjuicios en sentido patrimonial; sin embargo, no es posible negar que por medio de tales operaciones sería el tercero (en este caso el donatario) quien sí podría obtener ventajas pecuniarias. Esta argumentación no obstante confiere al delito de iniciados un marcado carácter patrimonial, cuando en realidad se trata de un delito económico cuyo radio de protección va más allá del ámbito estrictamente patrimonial, por lo que la exclusión de tales operaciones requiere una fundamentación más coherente con la naturaleza del tipo¹⁴. En este ámbito, Pawlik señala, pese a que la legislación alemana no alude expresamente a la exclusión de las operaciones a título lucrativo, que la herencia o las donaciones no constituyen supuestos de “compra” o “venta” de títulos en el sentido de los §§ 14 ap.1 núm.1, 38 ap. 1 núm. 1 WpHG, ya que el iniciado no negocia respectivamente como heredero o donatario¹⁵.

Por otro lado, es preciso advertir que, mientras la LMV excluye expresamente las operaciones a título lucrativo, la norma comunitaria prohíbe a quien ostenta información privilegiada la adquisición o cesión de instrumentos financieros (art. 2 Directiva 2003/6/CE), por lo que de no ser por la referencia expresa de la LMV, nada impediría —desde una perspectiva gramatical— la inclusión de las operaciones a título lucrativo dentro de las conductas prohibidas a los iniciados.

La idea de que las transacciones a título lucrativo no tienen incidencia en el proceso de formación de precios resulta dudosa con el siguiente ejemplo: pensemos en el caso del ejecutivo millonario que decide donar a su hijo como regalo de bodas un amplio paquete de acciones que, por su escaso valor, no podría considerarse —en

13 PAWLIK, *Verbot von Insidergeschäften*, 2007, p. 414.

14 A favor de la exclusión de las operaciones a título lucrativo, HERNÁNDEZ SAINZ, *APen* (9), 1997, 190 n. p. 65, señala que este tipo de transacciones (v. gr., donaciones, sucesiones) quedan fuera del ámbito de protección de la norma, pues no suponen negociaciones en sentido económico, no hay oferta ni demanda y, por tanto, no hay mercado alguno que proteger; PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 353, considera oportuna la exclusión de las transacciones a título lucrativo, ya que éstas, al ser ajenas al proceso de formación de precios, carecen de aptitud para lesionar el bien jurídico.

15 Cfr. PAWLIK, *Verbot von Insidergeschäften*, 2007, 414; así tb., anteriormente, ASSMANN, *Kommentar*, 2006, p. 397.

un primer momento— un obsequio generoso, pero que la información privilegiada que motiva al padre a donar el paquete de acciones a su hijo refleja que en un breve lapso de tiempo dichas acciones obtendrán una plusvalía considerable. En este caso es evidente, por un lado, la existencia de un nexo causal entre la posesión de la información y la operación y, por otro lado, no se puede negar que el tercero obtiene un beneficio económico. En consecuencia, consideramos que es muy difícil justificar la exclusión de las transacciones a título lucrativo, pues si partimos de la base de que el iniciado debe realizar operaciones de mercado capaces de generar ganancias (para sí o para terceros) o evitar pérdidas, no podemos negar que —en el ejemplo propuesto— el iniciado genera beneficios económicos al donatario y, además, lesiona el bien jurídico de la igualdad en el riesgo, ya que los *outsiders* no disponen de la información relevante.

2.4 La exigencia de causalidad psíquica entre el conocimiento privilegiado y la operación

Tanto en la doctrina alemana como en la española se afirma que las operaciones realizadas por el iniciado deben estar motivadas por el conocimiento privilegiado de la información, es decir, se exige un nexo psicológico entre la información y la negociación¹⁶; de esta forma, pues, quedan excluidas del tipo aquellas operaciones que ya estuvieran previstas con anterioridad al conocimiento de la información reservada, pues —en tales casos— no existe la relación de causalidad aludida: el iniciado sólo se limita a ejecutar una transacción previa cuyo origen no tiene relación directa con la información relevante. En definitiva, la idea de llevar a cabo una operación debe surgir precisamente a raíz de los datos reflejados en la información privilegiada a la que se ha tenido acceso reservado, dicho de otro modo: el conocimiento de la información privilegiada no sólo debe existir en el momento en que el autor emite la orden de negociación, sino que, además, debe ser la *causa* que motiva al sujeto a realizar la operación¹⁷. A nuestro juicio, la exigencia aquí planteada está implícita en la LMV y la Directiva 2003/6/CE al prescribirse que las prohibiciones impuestas a los iniciados “no se aplicarán a las transacciones realizadas en cumplimiento de una obligación, ya vencida, de adquirir o ceder instrumentos financieros, cuando esta obligación esté

16 Así, en la doctrina alemana, VOLK, *BB* (2), 1999, 68; MÜHLBAUER, *Wistra* (5), 2003, 173; BRANDI/SÜßMANN, *AG*, 2004, 642, 645; BÜRGERS, *BKR* (11), 2004, 425; HAMMEN, *WM* (36), 2004, 1760; HEMELING, *ZHR* (169), 2005, 285; SCHNEIDER, *DB* (49), 2005, 2678, 2679; GROTHAUS, *ZBB* (1), 2005, 63; KOCH, *DB* (5), 2005, 269; BERGMANN/DREES, *StraFo* (9), 2005, 368; ASSMANN, *Kommentar*, 2006, 400; KLASSEN, *AG*, 2006, 24, 28; PAWLIK, *Verbot von Insidergeschäften*, 2007, 404 ss; ALTENHAIN, *Kölner Kommentare zum Unternehmens*, 2007, 2512; en España, LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, *ADPCP*, 1993, 1059; HERNÁNDEZ SAINZ, *APen* (9), 1997, 191, 203; PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 354, 355 n. p. 162.

17 En este sentido, ASSMANN, *Kommentar*, 2006, 401; PAWLIK, *Verbot von Insidergeschäften*, 2007, p. 413.

contemplada de un acuerdo celebrado antes de que la persona de que se trate esté en posesión de la información privilegiada”¹⁸.

La disposición antes aludida sugiere que no basta, entonces, la mera posesión de la información privilegiada, sino que es preciso que el iniciado la utilice en el sentido del art. 285 CP, sin que sea necesaria la existencia de ningún especial elemento subjetivo, al que ha renunciado conscientemente el legislador¹⁹. En este sentido, pese a que el legislador alemán sustituyó el requisito de la “explotación” de un hecho relevante (*unter Ausnutzung der Kenntnis von einer Insiderfatsache*) por el de la “utilización” de una información privilegiada (*unter Verwendung einer Insiderinformation*), autores como Bürgers, Hemeling, Schneider, Assmann o Pawlik sostienen que antes como ahora sigue siendo imprescindible la concurrencia de una relación de causalidad entre el conocimiento privilegiado y la operación²⁰.

2.5 El denominado *Front-running* ¿modalidad de insider trading?

En el análisis de las operaciones de iniciados también suele plantearse si los casos del denominado *Front-running* (tomar la delantera) constituyen supuestos de *insider trading*, a lo que un sector doctrinal responde afirmativamente por considerar que los datos que sirven de base a tales transacciones están abarcados por el concepto de información privilegiada y, en tal sentido, su utilización supone una práctica de iniciados²¹; por esta razón, consideramos necesario exponer en qué consisten dichas operaciones y determinar si de *lege lata* pueden incluirse en la descripción típica del art. 285 CP²².

18 Cfr. art. 81.2 a) párrafo 2º LMV; art. 2.3 de la Directiva 2003/6/CE.

19 En alusión a la regulación alemana, BÜRGERS, *BKR* (11), 2004, 425; HAMMEN, *WM* (36), 2004, 1760; GROTHAUS, *ZBB* (1), 2005, 63; ASSMANN, *Kommentar*, 2006, 401; PAWLIK, *Verbot von Insidergeschäften*, 2007, 404.

20 Cfr. BÜRGERS, *BKR* (11), 2004, 425; HEMELING, *ZHR* (169), 2005, 285; SCHNEIDER, *DB* (49), 2005, 2678; ASSMANN, *Kommentar*, 2006, 400; PAWLIK, *Verbot von Insidergeschäften*, 2007, 409; así tb., cuando la norma alemana exigía la explotación (*Ausnutzung*) de la información, CAHN, *ZHR* (162), 1998, 18, 19.

21 En la doctrina alemana, OTTO, *Der Mißbrauch von Insider-Informationen*, 1994, 455, sostenía que – de conformidad con el art. 1 Directiva 89/592- las prácticas de *front-running* podían incluirse dentro de las informaciones propias de los iniciados; así tb., MÖLLER, *BFuP* (46), 1994, 105, admitía que los casos de *frontrunning* estaban abarcados ya por el concepto de información privilegiada; atendiendo a la nueva regulación, ALTENHAIN, *Kölner Kommentare zum Unternehmens*, 2007, 2517, admite de *lege lata* que el *frontrunning* puede ser abarcado por el § 38 ap.1 *WpHG*; así tb., en España, PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 336. A pesar de esta interpretación, el legislador comunitario (Considerando diecinueve de la Directiva 2003/6/CE) estableció expresamente la necesidad de que los Estados miembros combatieran las prácticas del denominado *front running*.

22 A favor de esta posibilidad, HERNÁNDEZ SAINZ, *APen* (9), 1997, 196.

Así, el *front-running* consiste básicamente en la realización de operaciones bursátiles en beneficio propio tomando como referencia las órdenes de compra o venta de títulos emitidas por un determinado cliente, órdenes que seguramente influirán en el precio del mercado; dicho de otro modo: en el *front-running* el sujeto, v. gr., un intermediario financiero, antes de ejecutar la orden de compra o venta emitida por su cliente, y previendo la influencia de ésta en el precio de las cotizaciones, ejecuta operaciones de compra o venta de títulos en beneficio propio, según que la orden del cliente proyecte una alza o una baja en los precios. De esta forma, las operaciones de compra de títulos irán seguidas de su posterior venta (con la consiguiente plusvalía), una vez que se haya ingresado o ejecutado la orden del cliente, de manera que el intermediario financiero antepone sus intereses por encima de, frente a (*in front of*) los del cliente, pudiendo incluso causarle perjuicios cuando, por ejemplo, la posterior venta de las acciones (del intermediario) implica un incremento en el precio de adquisición que inicialmente pagaría el cliente²³.

Como es evidente, pues, las prácticas de *front-running* sugieren la realización de operaciones bursátiles que, en principio, podrían ser abarcadas perfectamente por la modalidad típica del uso de información privilegiada, razón por la cual consideramos que a efectos sistemáticos es más conveniente exponer y analizar esta cuestión en el ámbito de la modalidad típica del uso de información privilegiada. Para efectuar una correcta interpretación de estos casos nuevamente habrá que tener en cuenta las disposiciones administrativas que regulan lo que modernamente se conoce como “abuso de mercado”; así, desde el punto de vista legislativo, la LMV no regula expresamente los casos de *front running*, sino que es a través de la Directiva 2003/6/CE y el RD 1333/2005 (de 11 noviembre) donde se recogen estos supuestos bajo la noción de información privilegiada²⁴. De esta forma, la incriminación penal de tales prácticas encuentra un punto de apoyo, aunque lo determinante seguirá siendo —a nuestro juicio— la interpretación teleológica del tipo.

23 Vid. sobre las prácticas de *front running*, en la doctrina alemana, OTTO, *Der Mißbrauch von Insider-Informationen*, 1994, 455; HOPT, *BFuP* (46), 1994, 92; CLAUSSEN, *DB* (1), 1994, 31; ASSMANN, *WM* (30), 1996, 1345; ENGEL, *JA* (6), 1996, 515; FLEISCHER, *DB* (1/2), 2004, 52; ACHENBACH, *NStZ* (10), 2004, 553; BERGMANN/DREES, *StraFo* (9), 2005, 366; HIENZSCH, *Insiderhandelsverbot*, 2006, 22-24; ALTENHAIN, *Kölner Kommentare zum Unternehmens*, 2007, 2474; en España, VIVES, *Comentarios*, 1995, 55; HERNÁNDEZ SAINZ, *APen* (9), 1997, 196; PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 334.

24 El art. 1 párrafo 3º de la Directiva 2003/6/CE y el art. 1.1 párrafo 2º del RD 1333/2005, de 11 noviembre (por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado) prescriben que “En cuanto a las personas encargadas de la ejecución de las órdenes relativas a los valores negociables o instrumentos financieros, también se considerará información privilegiada toda información transmitida por un cliente en relación con sus propias órdenes pendientes, que sea de carácter concreto, y que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores de valores o instrumentos financieros o a uno o varios valores o instrumentos financieros y que, de hacerse pública, podría tener repercusiones significativas en la cotización de dichos valores o instrumentos financieros o en la cotización de los instrumentos financieros derivados relacionados con ellos”.

La doctrina alemana, por su parte, admite sin mayor reparo la inclusión de los casos de *front running* en la prohibición penal de las operaciones de iniciados, ya que *de lege lata* el § 13 ap.1 núm.1 WpHG establece expresamente que también constituyen informaciones privilegiadas los datos relativos a órdenes emitidas por otras personas para la compra o venta de instrumentos financieros²⁵; sin embargo, la cuestión era dudosa con la anterior regulación, pues omitía toda referencia al *front-running* como un supuesto de operación con información privilegiada²⁶.

A nuestro juicio, con independencia de que la normativa comunitaria regule expresamente los casos de *front running*, admitiendo que las órdenes de compra o venta de títulos encajan dentro del concepto de información privilegiada, lo cierto es que –como hemos anticipado– la interpretación teleológica del tipo avala la tesis de que las prácticas del denominado *front-running* son constitutivas de *insider trading*, ya que el intermediario que se anticipa a las órdenes del cliente hace “uso”, en el sentido del art. 285 CP, de una información a la que ha tenido acceso reservado y que es relevante para la cotización de los títulos a los que la información se refiere. Así mismo, como hemos apuntado, tales prácticas también podrían ocasionar perjuicios al propio cliente que emite la orden cuando, por ejemplo, la venta de los títulos del iniciado implica un incremento del precio que el cliente estaba dispuesto a pagar por éstos. Sin embargo, la aplicación del art. 285 CP no es única ni primordialmente la vía para proteger estos eventuales perjuicios de personas concretas (aunque también están abarcados por el ámbito de los elementos del tipo y darán lugar a responsabilidad civil derivada de este delito), ya que no se trata de un delito patrimonial, sino de un auténtico delito económico que protege un bien jurídico colectivo, al que hemos identificado con la “igualdad en el riesgo” ínsito de las operaciones bursátiles.

2.6 Los supuestos de Scalping (reventa): ¿conducta atípica, delito de iniciados o manipulación de mercado?

En Alemania, tanto la doctrina como la jurisprudencia han discutido amplia y minuciosamente sobre la naturaleza jurídica del denominado *Scalping*²⁷ (reventa

25 Cfr. VOLK, *BB* (2), 1999, 68; DIEKMANN/SUSTMANN, *NZG* (20), 2004, 931; BERGMANN/DREES, *StraFo* (9), 2005, 366; KOCH, *DB* (5), 2005, 268; ASSMANN, *Kommentar*, 2006, 404, 410; ALTENHAIN, *Kölnher Kommentare zum Unternehmens*, 2007, 2474, 2517; así tb., el BGH mediante un *obiter dictum* en sentencia del 6.11.2003; *NJW*, 2004 (5), 302, p. 303.

26 DIEKMANN/SUSTMANN, *NZG* (20), 2004, 931; por su parte, CLAUSSEN, *DB* (1), 1994, 31, defendía ya la punibilidad del *front-running* bajo la vigencia de la versión original de la WpHG.

27 Más ampliamente sobre el *Scalping* y su consideración como delito de iniciado (*Insiderdelikt*) o como manipulación de mercado (*Kursmanipulation*), ASSMANN, *WM* (30), 1996, 1345; *Kommentar*, 2006, 413 ss; ENGEL, *JA* (6), 1996, 515; CAHN, *ZHR* (162), 1998, 20, 21; SCHNEIDER/BURGARD, *ZIP* (10), 1999, 381-390; VOLK, *BB* (2), 1999, 67, 68; PETERSEN, *Wistra* (9), 1999, 328-333; LENENBACH, *ZIP* (6), 2003, pp. 243-247;

(ventajosa) previa recomendación o consejo con ulterior reventa), encontrándose en la actualidad posturas divergentes, pues a pesar de que un importante sector sostiene que el *Scalping* no constituye en absoluto un supuesto de *Insiderdelikt*²⁸, hay quienes defienden lo contrario²⁹. En tal sentido, este epígrafe tiene como objetivo analizar si en tales prácticas concurren los elementos esenciales del tráfico de información privilegiada o si, por el contrario, estamos frente a conductas subsumibles en otras figuras delictivas (v. gr., la manipulación de precios) o si, finalmente, se trata de conductas penalmente irrelevantes o incluso de conductas inocuas que no lesionan ni ponen en peligro ningún bien jurídico. Así pues, hay que empezar por determinar en qué consisten tales prácticas.

El *Scalping* supone la realización de operaciones bursátiles por parte de un sujeto, el *Scalper* (consejero o recomendador-revendedor) que, aprovechándose del prestigio de que goza en el mercado de valores, debido a su vasta experiencia y trayectoria como asesor o generador de acertados comentarios sobre la evolución del mercado, emite públicamente opiniones o recomendaciones sobre la viabilidad de efectuar determinadas transacciones para luego obtener ventajas económicas como producto de la previsible incidencia de sus valoraciones en el curso de las cotizaciones. El supuesto tradicional está constituido por las operaciones de compra de títulos valores a precios bajos para luego efectuar su re-venta a un mejor precio cuando los inversores hayan decidido adoptar las recomendaciones del *Scalper*, relativas a la viabilidad de comprar los títulos valores previamente adquiridos por él; de esta forma, la autorizada voz del *Scalper* en materia bursátil hará que muchos inversores lleven a cabo la operación por él recomendada sin conocer obviamente las verdaderas intenciones del consejero. Lo determinante es, pues, que el *Scalper* goce de un gran prestigio y que, en consecuencia, sus valoraciones no pasen

SCHMITZ, *ZStW* (115), 2003, 501; MÜHLBAUER, *Wistra* (5), 2003, 169-173; EICHELBERGER, *WM*, 2003, 2121; FLEISCHER, *DB* (1/2), 2004, 51-55; VOGEL, *NStZ* (5), 2004, 252-256; BERGMANN/DREES, *StraFo* (9), 2005, 366; HIENZSCH, *Insiderhandelsverbot*, 2006, 22-24; ALTENHAIN, *Kölner Kommentare zum Unternehmens*, 2007, 2474; PAWLIK, *Verbot von Insidergeschäften*, 2007, 403, 404.; en España, FARALDO CABANA, *EPCr*, 1995, p. 97 n. 133, solamente enuncia el problema sin entrar a valorarlo.

28 WEBER, *NZG*, 2000, 113, 124 s; *NJW*, 2000, 562, 563; VOLK, *BB* (2), 1999, 66; *ZIP*, 1999, 787, 788 s; PETERSEN, *Wistra* (9), 1999, 329, 333; LENENBACH, *ZIP* (6), 2003, 246, 247; FLEISCHER, *DB* (1/2), 2004, 51, 55; VOGEL, *NStZ* (5), 2004, 253, 254; ACHENBACH, *NStZ* (10), 2004, 553; BERGMANN/DREES, *StraFo* (9), 2005, 366; ALTENHAIN, *Kölner Kommentare zum Unternehmens*, 2007, 2476; en la jurisprudencia, la sentencia del BGH de 6.11.2003, DB, 2004, p. 64.

29 Así, a favor del *Scalping* como delito de iniciados, en la doctrina, HOPT, *ZGR*, 1991, 34; ASSMANN, *WM* (30), 1996, 1345; CAHN, *ZHR* (162), 1998, 20, 21; JAHN, *EWiR*, 1999, 1189; SCHNEIDER/BURGARD, *ZIP* (10), 1999, 390; LENZEN, *WM*, 2000, 1137; en la jurisprudencia, la sentencia del LG Frankfurt de 9.11.1999, *NJW* (4), 2000, 301, 302 ("Caso Egbert Prior"); sentencia del LG Stuttgart de 30.8.2002, *ZIP* (6), 2003, 259 ("Caso Sascha Opel").

desapercibidas para el inversor, sino que serán tomadas en consideración en sus decisiones de inversión o desinversión; se trata, por tanto, de un sujeto (v. gr., analista financiero o periodista económico) que genera opiniones, análisis y valoraciones, un *Börsenguru* o “gurú de la Bolsa” en definitiva³⁰.

Según el esquema expuesto, el *Scalping* estaría estructurado de la siguiente manera: transacción-recomendación-transacción, esto es, compra de títulos a menor precio -recomendación de comprar dichos títulos, lo que ocasionará un alza en las cotizaciones y -posterior venta de los títulos valores a un precio mayor, obteniendo así ventajas económicas. Aunque, como hemos mencionado, la transacción inicial por antonomasia es la compra de títulos valores para su posterior venta, son imaginables los casos en los que el *Scalper* realiza la operación contraria, es decir, la venta inicial de títulos ya poseídos (transacción), la recomendación a quienes los hubieran adquirido de volverlos a vender y- la readquisición de dichos títulos a través de su posterior compra a precios bajos debido a la caída de las cotizaciones ocasionada por los pronósticos negativos manifestados por el sujeto en sus valoraciones (transacción)³¹. Con todo, a los efectos de analizar la eventual concurrencia de un delito de iniciados en la conducta del *Scalper*, partiremos del supuesto más común, es decir, la compra de títulos y su posterior venta.

Antes de iniciar el análisis propuesto, creemos necesario aclarar que el término *Scalping* al que hemos aludido también es utilizado en los casos de “reventa” de, por ejemplo, entradas a espectáculos musicales (conciertos) o eventos deportivos, es decir, en este ámbito el *Scalper* compra un volumen elevado de entradas a precio original y posteriormente las revende a un precio sustancialmente mayor; sin embargo, en estos supuestos el revendedor no recomienda a nadie la ejecución de la compra de los billetes, sino que simplemente confía en que los *fans* del artista o de la estrella deportiva pagarán cualquier precio por asistir al evento. Esta práctica es usualmente aceptada y desde luego no plantea problemas en el ámbito bursátil.

Pues bien, consideramos que el análisis del *Scalping* a la luz del delito de iniciados debe partir necesariamente de dos elementos fundamentales, a saber: el concepto de información privilegiada y la calidad del *Scalper* (consejero o recomendador-revendedor) como supuesto iniciado; iniciaremos, pues, con el examen de la cualificación del sujeto³². A la luz de la regulación española del delito de iniciados (art. 285 CP), sujeto

30 LENENBACH, *ZIP* (6), 2003, 244; ALTENHAIN, *Kölner Kommentare zum Unternehmens*, 2007, p. 2475.

31 Admite esta posibilidad, LENENBACH, *ZIP* (6), 2003, p. 243 n. 3.

32 Así, adoptan esta forma de proceder, CAHN, *ZHR* (162), 1998, 21; MÜHLBAUER, *Wistra* (5), 2003, 169; por su parte, LENENBACH, *ZIP* (6), 2003, p. 244, sugiere que un correcto análisis sobre el tratamiento jurídico del *Scalping* debe partir por determinar qué problemas plantea este fenómeno y qué intereses son dignos de protección en el mercado de valores frente a la actuación del *Scalper*.

activo sólo puede ser quien hubiera tenido acceso reservado a la información “con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial”, en este sentido, pues, no cabe duda que el sujeto ostenta una condición profesional cuando, por ejemplo, se trata de un analista financiero que emite opiniones y consejos de inversión; sin embargo, el recurso a una interpretación teleológica y gramatical impide que pueda afirmarse que el *Scalper* ha tenido acceso reservado a una información generada por él mismo, siempre que se admitiera que la mera finalidad o propósito que subyace en la recomendación es una información privilegiada, cuestión esta sumamente dudosa. En consecuencia, el primer obstáculo para la subsunción del *Scalping* en el delito de iniciados no está determinado tanto por la cualidad del sujeto, pues normalmente el agente actuará en el ejercicio de su profesión, sino precisamente por la exigencia del acceso reservado, lo que supone —a nuestro juicio— la existencia previa de una información no generada por el propio sujeto. Además, se ha argumentado que la finalidad de la recomendación no constituye ninguna información privilegiada porque falta la referencia al emisor o a los títulos valores³³.

En la doctrina alemana, los defensores del *Scalping* como delito de iniciados han articulado el fundamento de su punición tomando como base la cualidad del sujeto activo, la calificación del propósito de las recomendaciones como hecho relevante y la existencia de un nexo causal entre la profesión del iniciado y el conocimiento de tal hecho relevante. En este sentido, CAHN plantea la cuestión de si —en atención a la regulación alemana inicial (1994) — el conocimiento de la propia finalidad (oculta) de las recomendaciones (conseguir un enriquecimiento del propio recomendante por la subida de la cotización de sus títulos debida al incremento de compras) se funda justamente en la profesión u oficio del *Scalper*, admitiendo que la eventual calificación de éste como sujeto activo se verifica precisamente porque su actividad profesional es el presupuesto necesario para la influencia de las recomendaciones en el curso de las cotizaciones y, por tanto, la causa que motiva a los inversores a adoptar los consejos del sujeto. Además, aunque un sector doctrinal ha sostenido que el conocimiento del propósito de las recomendaciones no es en realidad — conforme al uso prescrito— resultado de la profesión u oficio del consejero, sino más bien consecuencia inevitable de decisiones propias, este autor admite que la finalidad de la recomendación es también para el consejero mismo una información relevante, por lo que jurídicamente existe una relación de causalidad entre la profesión del *Scalper* y su conocimiento, ya que la profesión se requiere no sólo para el conocimiento especial del hecho, sino incluso para la existencia del mismo y su potencial influencia causal en el curso de las cotizaciones³⁴.

33 Cfr. ALTENHAIN, *Kölner Kommentare zum Unternehmens*, 2007, 2475, 2476.

34 CAHN, *ZHR* (162), 1998, 21.

Bajo la regulación inicial del *insider trading* en la legislación alemana, que exigía –probablemente influenciada por el art. 2.1 de la Directiva 89/592/ CEE–, la “explotación” (*Ausnutzung*) de un hecho relevante, los defensores del *Scalping* como delito de iniciados solían acudir al “juego de los roles” para fundamentar la incriminación penal de tal conducta; desde esta perspectiva, el *Scalper* actuaría bajo dos roles diferenciados, a saber: por un lado fungiría como comprador (o vendedor) de títulos valores y, por otro, se constituiría en un sujeto que adopta la intención de proporcionar una recomendación. De esta forma, la intención de proporcionar la recomendación era –a juicio de un sector– aprovechada por el *Scalper* en su rol de comprador (vendedor) de títulos valores, de manera que podía afirmarse la “explotación” del hecho relevante por parte del éste³⁵; sin embargo, como hemos mencionado, la regulación alemana actual ya no exige la explotación del hecho relevante, sino sólo la “utilización” de una información privilegiada, por lo que un tal planteamiento no parece tener ya vigencia.

Por otro lado, un sector de la doctrina alemana o bien niega parcialmente la relevancia jurídico-penal del *Scalping* o reconduce tal conducta al delito de manipulación de precios; así, por ejemplo, Altenhain entiende que el *Scalper* que adquiere títulos valores para luego recomendar su compra no comete ningún delito de *insider trading*; no obstante, advierte que el amigo del *Scalper* que adquiere títulos en virtud de la información proporcionada por éste sobre el propósito de su recomendación, sí que estaría infringiendo la normativa *anti-insider*, pues “utiliza” un conocimiento privilegiado, a saber: la finalidad de la recomendación³⁶.

Por su parte, Lenenbach argumenta ampliamente que los casos de *Scalping* encajan en el delito de manipulación de precios, ya que el punto esencial de esta conducta que lesiona el mercado de valores no reside en la explotación de un hecho relevante no conocido públicamente, sino en el fraude (engaño) sobre el verdadero contenido de la recomendación emitida. Al respecto, sostiene que la recomendación del *Scalper* no abarca la declaración concluyente de que la misma no está influenciada por su verdadero propósito, esto es, el aprovechamiento de la alteración de los precios provocado por la recomendación para llevar a cabo negocios propios³⁷. A juicio del citado autor, el Derecho de iniciados protege la confianza del inversor en el acceso igualitario a hechos relevantes y no la confianza en las recomendaciones, puesto que

35 Así, por primera vez, ASSMANN, *WM* (30), 1996, 1345 ss; ampliamente, SCHNEIDER/BURGARD, *ZIP* (10), 1999, 387 ss. En su día, esta tesis fue calificada como una “maniobra o artificio” y en su contra se argumentaba que la transformación de una decisión propia no constituía ninguna explotación, incluso para el *Scalping*; en este sentido, VOLK, *BB* (2), 1999, 68; WEBER, *NZG*, 2000, 125; KUDLICH, *JR*, 2004, 193; MÜHLBAUER, *Wistra* (5), 2003, 172; ALTENHAIN, *Kölner Kommentare zum Unternehmens*, 2007, 2475, 2476.

36 ALTENHAIN, *Kölner Kommentare zum Unternehmens*, 2007, 2476.

37 *Vid.* LENENBACH, *ZIP* (6), 2003, 246.

de un inversionista se puede esperar que él distinga y valore las recomendaciones como lo que son: juicios o valoraciones subjetivas sin carácter de hecho real³⁸; en consecuencia, una recomendación no constituye un hecho relevante y, por esa razón, en el *Scalping* falta ya este elemento característico del *Insiderdelikt*.

Es evidente, pues, que para Lenenbach el factor determinante para la punición del *Scalping* como manipulación de precios es la afirmación de que el *Scalper* engaña al mercado sobre el verdadero contenido de su recomendación, pues no revela el conflicto de intereses que subyace en su conducta, de manera que el consejero que no señala directamente sus propósitos engaña sobre el interés declarativo de su recomendación³⁹.

2.6.1 El *Scalping* en la jurisprudencia alemana

En Alemania, el tribunal territorial (*Landgericht*) de Stuttgart fue el primero en condenar por *insider trading* a un sujeto que realizó una operación constitutiva de *Scalping*⁴⁰. Se trataba del señor Sascha Opel, quien fungía como jefe de redacción interino de una revista de inversión y que, debido a su gran prestigio como especialista en inversiones y creador de opiniones bursátiles, era el invitado especial de un programa de televisión bursátil. Además de su actividad periodística, Sascha Opel aconsejaba en materia bursátil a diversos fondos de acciones, por lo que a sabiendas de que sus consejos serían adoptados por dichas instituciones, compró acciones por un valor total de 469.000 euros y luego impulsó el incremento del curso de las cotizaciones a través de sus recomendaciones de compra. Tal y como pretendía desde el inicio, el señor Opel vendió poco tiempo después sus propias acciones, habiendo obtenido en el transcurso de 11 días un beneficio económico de 61.000 euros⁴¹.

Los principales puntos de controversia giraron esencialmente en torno a dos cuestiones: 1) por un lado, se analiza si la finalidad que subyace en la recomendación del *Scalper* constituye *per se* un hecho relevante a los efectos del § 13 ap. 1 WpHG⁴²,

38 Así, PETERSEN, *Wistra* (9), 1999, 328; WEBER, *NZG*, 2000, 113.

39 LENENBACH, *ZIP* (6), 2003, 244.

40 Cfr. sentencia del LG Stuttgart de 30.8.2002, *ZIP* (6), 2003, 259 ("Caso Sascha Opel").

41 El Tribunal Federal alemán revocó esta resolución y decidió que -en su lugar- debía condenar al imputado por un delito de manipulación de precios y del mercado del § 20 a) ap. 1 núm. 2 WpHG, ya que a su juicio en el *Scalping* falta ya la exigencia de una información privilegiada; los hechos relevantes propiamente generados no encajan en dicho concepto, pues normalmente una información ofrece una referencia a terceros. En este punto descansa la diferencia con el denominado *Front-running*: mientras el Frontrunner realiza negocios propios con conocimiento del mandato de sus clientes, teniendo a su disposición informaciones externas, falta en el *Scalper* una tal referencia externa. Cfr. al respecto, la sentencia del BGH de 6.11.2003 – 1 StR 24/03, DB, 2004, 64.

42 A favor de esta interpretación, ASSMANN, *WM* (30), 1996, 1345; CAHN, *ZHR* (162), 1998, 21; SCHNEIDER/

o si la ejecución de los planes del *Scalper* mediante la explotación de un “hecho relevante” generado por él mismo puede entenderse abarcado por el § 14 ap. 1 núm. 1 WpHG y; 2) por otro lado, se discute si el *Scalping* no constituye en realidad un delito de manipulación de precios del § 20 a) WpHG. A la primera cuestión, el LG de Stuttgart respondió afirmativamente, admitiendo que hechos relevantes también pueden ser las propias intenciones en el consejo o recomendación que afectan a las futuras transacciones.

2.6.2 Toma de postura

A la luz del Derecho positivo español, la conducta del consejero-revendedor o *Scalper* no es subsumible —a nuestro juicio— en el delito de iniciados, y esto por dos razones fundamentales, a saber:

a) la exigencia típica de que el iniciado tenga “acceso reservado” a la información relevante sugiere que la misma es preexistente a la recomendación emitida por el *Scalper*; en este sentido, pues, no “accede” a ninguna información quien sólo se limita a emitir un consejo de inversión; y

b) la recomendación del *Scalper* no constituye una información privilegiada (o relevante), ya que dicho objeto material requiere, entre otras cosas, que la información sea idónea para influir en el precio de las cotizaciones y, como hemos apuntado, para determinar la idoneidad o relevancia de la información no basta con que el sujeto crea que la misma tiene entidad suficiente para influir en el precio de las cotizaciones (criterio subjetivo-objetivo del inversor razonable), sino que es preciso, además, que la información sea objetivamente idónea para producir una variación sustancial en el precio de los valores; en consecuencia, por mucho que el *Scalper* goce de una gran reputación en el ámbito bursátil, sus recomendaciones no pasan de ser meras declaraciones subjetivas que no tienen garantizada la necesaria influencia en el precio de las cotizaciones, pues cabe perfectamente la posibilidad de que los inversores no atiendan las sugerencias de inversión, sea porque no tienen interés en realizar operaciones en ese momento o porque, pese al prestigio del *Scalper*, no confían en sus pronósticos debido a que, por ejemplo, la recomendación no se ajusta a la realidad económica que atraviesa una determinada compañía.

Además, como ha señalado el BGH alemán, la información privilegiada requiere una referencia a terceros y, en el *Scalping*, la recomendación nace de una decisión propia. En consecuencia, en el *Scalping* falta ya la información privilegiada (o relevante), objeto material que constituye el núcleo esencial del *insider trading*. La anterior conclusión

BURGARD, ZIP (10), 1999, 386; por su parte, VOLK, BB, 1999, 67; WEBER, NZG, 2000, p. 121, niegan la existencia de un hecho relevante, pues consideran que se trata de una recomendación, una simple opinión que no puede ser considerada como un “hecho relevante”.

deja fuera del delito de iniciados las operaciones realizadas por el amigo del *Scalper* que, al conocer las verdaderas intenciones de éste, compra títulos valores para su posterior venta cuando la recomendación haya sido públicamente difundida y produzca una variación favorable en el precio de las cotizaciones.

Por otro lado, la posible consideración del *Scalping* como manipulación de precios del art. 284 CP también podría encontrar una limitación importante si admitimos que, desde una perspectiva victimodogmática, la aplicación del principio de autorresponsabilidad de la víctima restringe la punibilidad del *Scalper*, ya que éste se limita simplemente a emitir una recomendación que puede o no ser adoptada libremente por el inversor. Podría admitirse que el *Scalper* “engaña” sobre el interés declarativo de su intención pero, al no tener la recomendación un carácter vinculante, opera la plena libertad de disposición de la propia víctima. Quizá sería de aplicación el art. 284 CP si se interpreta que la recomendación sobre las proyecciones del mercado supone la difusión de una “noticia falsa”, pero desde luego dicho precepto no sería de aplicación si intentáramos reconducir la conducta del *Scalper* al uso de información privilegiada para ocasionar una variación en el curso de las cotizaciones, pues —como hemos apuntado— la recomendación no encaja dentro del concepto de información privilegiada.

2.7 La “utilización” de una información relevante para las cotizaciones derivada del Due-Diligence-Prüfung (examen o análisis con la debida diligencia): ¿supuesto de Insiderdelikt?

Antes de exponer la problemática que encierra la “utilización” de una información privilegiada obtenida tras la ejecución de un “análisis con la *due diligence* o diligencia debida”, en alemán *Due-Diligence-Prüfung*, consideramos necesario explicar en qué consiste dicha institución. Pues bien, bajo el nombre de *Due Diligence Prüfung* o “examen o análisis con la de diligencia debida” se comprende el proceso en virtud del cual el futuro adquirente de una empresa realiza, con el consentimiento expreso y la colaboración del vendedor, una detallada investigación sobre distintas áreas del negocio que se desea adquirir, a saber: aspectos financieros, fiscales, legales, laborales e incluso ambientales. La finalidad esencial de esta operación es la de “reducir los riesgos” de la transacción, para lo cual es preciso conocer detalladamente el funcionamiento de la empresa⁴³. Se trata de una práctica muy común cuando una sociedad va a ser comprada tras un periodo de negociación entre inversores y

43 Vid. más ampliamente sobre el concepto de *Due Diligence*, entre otros, JULIÁN, “La revisión del negocio, diligencia debida o Due Diligence, en procesos de fusiones y adquisiciones”, en: *Mascareñas Pérez-Iñigo (coord.)*, 2004, 421 ss; HERNANDO CEBRIÁ, *La revisión legal (“legal due diligence”) en el derecho mercantil*, Granada, Comares, 2008, 7-9.

vendedores, siendo necesario que el comprador muestre un interés real, normalmente reflejado mediante la suscripción de una “carta de intenciones”. En definitiva, pues, a través del examen con diligencia debida se realiza una evaluación detallada del negocio, revisando la posible existencia de pasivos ocultos u otras contingencias que sean de interés para la ejecución de la transacción. De esta forma, el interés que dicho instituto despierta en el ámbito del delito de iniciados se debe a la discusión sobre si el uso de informaciones privilegiadas derivadas de un examen con diligencia debida constituye o no un supuesto de *Insiderdelikt*⁴⁴.

En tal sentido, pues, desde que el legislador alemán sustituyó el término “explotación” (*Ausnutzung*) de un hecho relevante por el de “utilización” (*Verwendung*) de información privilegiada, la doctrina alemana ha planteado un intenso debate sobre la cuestión de si aquél que obtiene información privilegiada en virtud de un *Due Diligence Prüfung*, negocia –mediante la “utilización” de dicha información– cuando transforma en hechos las decisiones de compra previamente adoptadas⁴⁵. Esto es así porque, con la anterior regulación, se admitía que en todo caso el comprador no “explotaba” el conocimiento de un hecho relevante, sino que actuaba ejecutando las decisiones y planes empresariales adoptados previamente⁴⁶; sin embargo, con la regulación actual ya no se requiere que el iniciado actúe con una determinada finalidad v. gr., la obtener una ventaja económica, sino que basta con que el sujeto incorpore la información privilegiada en sus operaciones para que concurra una infracción contra el derecho de iniciados. La consecuencia de esta reforma –sostiene Grothaus– es que la “utilización” de información privilegiada debe presumirse siempre que se adquieran títulos valores después de efectuado el *Due Diligence Prüfung*, por lo que –desde esta perspectiva– bastaría con que la información privilegiada hubiese sido incorporada en la decisión de compra⁴⁷.

En consecuencia, una estricta interpretación de la norma conduciría a afirmar que la adquisición de acciones cotizadas en bolsa cuando se dispone de información privilegiada, obtenida después de la ejecución de un examen con diligencia debida, ya no estaría permitida, lo que –a juicio de Grothaus– sólo se aplicaría a las adquisiciones empresariales en los casos de venta de activos⁴⁸. En realidad –sostienen Diekmann/

44 A favor, ZIEMONS, *NZG* (20), 2004, 537, 539 s. En contra, HOPT, *ZGR*, 2002, 333, 358; HEMELING, *ZHR* (169), 2005, 285, p. 294.

45 Sobre esta cuestión, cfr. DIEKMANN/SUSTMANN, *NZG* (20), 2004, 931; ZIEMONS, *NZG* (20), 2004, 539; HASSELBACH, *NZG*, 2004 (20), 1087; HEMELING, *ZHR* (169), 2005, 274-294; KOCH, *DB* (5), 2005, 269; GROTHAUS, *ZBB* (1), 2005, 63, 64; ASSMANN, *Kommentar*, 2006, 411, 447; PAWLIK, *Verbot von Insidergeschäften*, 2007, 407, 408, p. 410.

46 Cfr. HEMELING, *ZHR* (169), 2005, 284; KOCH, *DB* (5), 2005, p. 269.

47 Cfr. GROTHAUS, *ZBB* (1), 2005, p. 63.

48 GROTHAUS, *ZBB* (1), 2005, p. 64.

Sustmann— en estos casos el motivo para la compra de las acciones no es la información privilegiada, sino la decisión de compra previamente adoptada⁴⁹; sin embargo, admiten que es muy difícil imaginar que el resultado de un examen con diligencia debida no sea tomado en cuenta en la operación, pues éste sirve precisamente para confirmar la decisión de compra proyectada inicialmente, razón por la cual manifiestan sus dudas sobre la permisibilidad de la adquisición de acciones de una empresa después de la ejecución previa de un *Due Diligence Prüfung* del que se obtiene una información privilegiada⁵⁰.

Así pues, un sector de la doctrina entiende que de la nueva versión del § 14 ap. 1 núm.1 se deduce que, en el supuesto aquí planteado, el sujeto infringiría la prohibición del uso de información privilegiada⁵¹, lo que sin duda alguna traería considerables dificultades en la práctica. Al respecto, se ha propuesto considerar que la solución a esta cuestión vendría determinada por la reducción teleológica de la norma, tomando como referente el considerando 29 de la Directiva sobre abuso de mercado que dispone: “El acceso a la información privilegiada de otra empresa y el uso de la misma en el contexto de una oferta pública de adquisición con el fin de obtener el control de dicha empresa o de proponer una fusión con la misma no debe considerarse en sí mismo como constitutivo de abuso de información privilegiada”⁵². De esta forma, pues, se entiende que, al menos en el ámbito de las OPA’s, sí estaría permitido utilizar informaciones privilegiadas obtenidas como resultado de la ejecución de un test con diligencia debida, aunque lo deseable sería que dicha facultad se extendiera a otro tipo de operaciones con intereses similares. Se admite, entonces, que una interpretación tan restrictiva de la norma es posible, aunque está aquejada de una gran incertidumbre⁵³.

Por otro lado, hay quienes —como Schneider, Hemeling o Koch— entienden que en estos casos la existencia de una relación de causalidad entre conocimiento de la información privilegiada y la orden de compra será el elemento determinante para afirmar la infracción del § 14 ap.1 núm.1 WpHG, de manera que al faltar este requisito no se infringiría tal disposición⁵⁴. Esta exigencia parece incorporada en la guía del emisor, editada por el instituto federal de servicios de inspección de las finanzas, en la que se indica que una modificación en la conducta del comprador en el *Due Diligence* podría

49 En el mismo sentido, FROMM-RUSSENSCHUCK/BANERJEA, *BB*, 2004, 2426; PAWLIK, *Verbot von Insidergeschäften*, 2007, pp. 407-408.

50 DIEKMANN/SUSTMANN, *NZG* (20), 2004, p. 931.

51 Así, parece defender esta postura, ZIEMONS, *NZG* (20), 2004, p. 539.

52 KOCH, *DB*, 2005, p. 269.

53 DIEKMANN/SUSTMANN, *NZG* (20), 2004, p. 931.

54 SCHNEIDER, *DB* (49), 2005, 2678; HEMELING, *ZHR* (169), 2005, 285; KOCH, *DB* (5), 2005, p. 269.

dar lugar a un tráfico de información privilegiada punible. La consecuencia de esta exigencia sería que el comprador, autorizado a realizar un examen con diligencia debida para ejecutar su estrategia de compra, no incurriría en *insider trading* si llegara a cerrar la operación con conocimiento de información privilegiada, pues no existiría un nexo causal entre la información obtenida por el análisis con *Due Diligence* y la subsiguiente compra. Así pues, se argumenta que cualquiera que en el ámbito de las estrategias de inversión de la empresa, primero verifica y luego compra, no incurre en conducta punible⁵⁵; sin embargo, se advierte que la cuestión es distinta cuando el comprador realiza, en virtud de la información privilegiada obtenida del examen con diligencia debida, una adquisición adicional no prevista originalmente (*Alongside-purchases*), pues en tal caso sí habría causalidad entre la información relevante y la compra adicional de títulos y, en consecuencia, se produciría la “utilización” (*Verwendung*) de información privilegiada a que se refiere el § 14 ap.1 núm.1 WpHG⁵⁶.

Desde la perspectiva antes planteada, pues, se defiende que un potencial comprador no necesita retroceder ante la utilización de los instrumentos del análisis con *Due Diligence*, pues en modo alguno cometería un *Insiderdelikt*; la razón: la utilización de informaciones privilegiadas derivadas del examen con diligencia debida, antes de la compra proyectada por la empresa, no está abarcada por el contenido del § 14 ap.1 núm.1 WpHG, ya que —como señala Hemeling— si bien el interés en la adquisición de las acciones se toma desde un inicio, es decir, ya antes de la realización del examen con diligencia debida, también es cierto que desde ese momento existían ya reservas para efectuar la transacción o pagar menos por la adquisición, lo que dependería precisamente de los resultados del examen con *Due Diligence*⁵⁷.

A nuestro juicio, las anteriores consideraciones son aplicables *mutatis mutandis* al art. 285 CP, ya que la llamada modalidad reflexiva exige que el iniciado “use” la información privilegiada en un mercado organizado, oficial o reconocido, sin exigir —al igual que la regulación alemana actual— la concurrencia de ningún especial elemento subjetivo. Una interpretación gramatical estricta sugiere que el agente que negocia con información privilegiada derivada de un examen con diligencia debida, “usa” dicha información en el sentido del art. 285 CP; sin embargo, consideramos que la reducción teleológica de la norma nos permitirá excluir ciertos supuestos en los que la aplicación del art. 285 CP infringiría, fundamentalmente, el principio de responsabilidad subjetiva, v. gr., cuando los directivos de una compañía han decidido por unanimidad comprar un paquete de acciones de la empresa X y se limitan únicamente a confirmar la orden

55 SCHNEIDER, *DB* (49), 2005, pp. 2678-2679.

56 Así, HOPT, *ZGR*, 2002, 358; HEMELING, *ZHR* (169), 2005, 285; SCHNEIDER, *DB* (49), 2005, p. 2679.

57 HEMELING, *ZHR* (169), 2005, pp. 85, 294.

de compra después de haber ejecutado un examen con *Due Diligence*. Ciertamente es muy difícil imaginar que, en estos casos, la información privilegiada no influya en la operación ejecutada, pero también es obvio que el objetivo de la realización de un examen con diligencia debida es precisamente el de confirmar las decisiones de inversión o desinversión.

La exigencia de un nexo de causalidad entre la decisión de compra o venta y el conocimiento de la información privilegiada es sin duda alguna un criterio determinante para resolver la cuestión aquí planteada; así pues, cuando el sujeto se limita a confirmar la orden de compra previamente adoptada no existirá *insider trading*, pues la decisión ya estaba tomada desde antes que el sujeto conociera la información relevante para las cotizaciones; por el contrario, si luego de conocer la información privilegiada los directivos deciden comprar más acciones que las inicialmente previstas, entonces sí que cabría la aplicación del art. 285 CP, pues en este caso sí habría un nexo de causalidad entre el conocimiento de la información y la decisión. No obstante, la solución no es tan sencilla cuando como producto de la información privilegiada obtenida del examen con *Due Diligence* se cancela o no se ejecuta la orden de compra inicialmente prevista, ya que no es posible admitir que los directivos están obligados a efectuar una operación que a todas luces es perjudicial para la buena marcha del negocio. Estos casos deberían ser calificados de *insider trading* si entendemos —como sugieren los servicios alemanes de inspección de las finanzas— que cualquier modificación en la conducta del iniciado supone la “utilización” de la información privilegiada derivada del examen con diligencia debida. Por último, la referencia al considerando 29 de la Directiva sobre abuso de mercado, en el sentido de excluir del concepto de información privilegiada los datos obtenidos mediante la ejecución de un examen con diligencia debida, constituye un criterio que —por coherencia sistemática y atención al carácter de *ultima ratio* del Derecho penal— debe ser asumido en la labor exegética del art. 285 CP. Y, aunque esta disposición es aplicable únicamente a las OPA’s, nada impide en que pueda invocarse por analogía (interpretación analógica, y además restrictiva de la punibilidad, es decir, pro reo, no contra reo) para otros supuestos.

2.8 El iniciado que simula realizar operaciones con información privilegiada

La doctrina también ha planteado la cuestión sobre cuál debería ser el tratamiento jurídico-penal que merecen las operaciones bursátiles realizadas por un iniciado que simula estar operando con una información privilegiada para incidir, mediante esa simulación, en el precio de las cotizaciones y así obtener ganancias para sí o para terceros. En este sentido, son imaginables los casos en los que un sujeto que potencialmente puede obtener una información privilegiada obtiene ventaja de este

hecho para hacer creer a los demás intervinientes en el mercado que su operación está influenciada por dicha información; esta conducta podría realizarla quien, por ejemplo, desea que un amigo obtenga un buen precio por la venta de sus acciones cotizadas en bolsa, de manera que el iniciado simula que, al realizar la compra de un cierto número de dichas acciones, está utilizando la información privilegiada a la que ha tenido acceso reservado, logrando así que los demás participantes en el mercado imiten su conducta y que, en consecuencia, su amigo obtenga ganancias por la venta de las acciones⁵⁸.

Una primera aproximación al fenómeno planteado nos conduce a negar rotundamente que en estos casos exista un delito de iniciados, por faltar precisamente el objeto material de este tipo penal, esto es, la información relevante para las cotizaciones. Sin embargo, hay quienes entienden que esta conducta es subsumible en el delito de manipulación de precios, pues el sujeto incide con su actuación en el alza o baja de las cotizaciones⁵⁹. Aunque el análisis del delito de manipulación de las cotizaciones escapa del ámbito de nuestro estudio, diremos únicamente que quien simula operar con una información privilegiada no difunde ninguna noticia falsa, tampoco está claro si engaña a otros⁶⁰ y menos aún utiliza una información privilegiada en el sentido del art. 284 CP.

2.9 Exclusión de la omisión impropia. La problemática del insider non trading

2.9.1 Planteamiento

En el ámbito del uso de información privilegiada resultan especialmente problemáticos aquellos casos en los que el sujeto no realiza la operación bursátil que tenía programada, precisamente porque la información a la que ha tenido acceso reservado refleja la desventaja económica que supone la ejecución de los negocios proyectados. Se trata, pues, del denominado *insider non-trading* (no operación del iniciado), analizado por un sector de la doctrina española desde la perspectiva de la comisión por omisión⁶¹, aunque por otro lado, hay quienes, al analizar la posibilidad de

58 Cfr. al respecto, GARCÍA SANTOS, *La regulación del abuso de mercado*, 2005, p. 166.

59 Así, GARCÍA SANTOS, *La regulación del abuso de mercado*, 2005, p. 166.

60 En este sentido, LUZÓN PEÑA, en: *reunión de trabajo realizada el 23 de junio de 2010*, entiende que la simulación sí constituye una forma de engaño.

61 En este sentido, VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, *Noticias CEE* (81), 1991, 36; FARALDO CABANA, *EPCr*, 1995, 115; CALDERÓN SUSÍN, *CuadDJ*, 1996, 241; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: *Vives Antón (coord.), Comentarios*, 1996, 1387; *DPE*, 2005, 301; GÓMEZ PAVÓN, *ICADE*, 1997 (42), 257; HERNÁNDEZ SAINZ, *APen* (9), 1997, 193; GÓMEZ INIESTA, *La utilización abusiva de información privilegiada*, 1997, 371; BAJO FERNÁNDEZ, *Uso de información privilegiada*, 1999, 646; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, *DPE*, 2001, 528; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, *EPCr*, 2003, 142; en la doctrina suiza, HURTADO POZO, *Der Mißbrauch von Insider-Informationen*, 1994, p. 427.

apreciar conductas omisivas en la modalidad del “uso”, no hacen referencia alguna a estos supuestos⁶².

Además del ejemplo paradigmático de *insider non-trading* planteado anteriormente, también suele incluirse dentro de esta modalidad las conductas de quienes, habiendo ordenado con anterioridad la ejecución de una operación, no cancelan o incluso confirman la misma en virtud de las ventajas económicas que se deducen de la información privilegiada a la que ha tenido acceso⁶³. No obstante, Prieto Del Pino advierte con razón que esta segunda modalidad no encaja dentro de la tipología del *insider non-trading*, cuya característica esencial es la no ejecución de una operación bursátil que se tenía pensado realizar, mientras que en este último caso el sujeto sí lleva a cabo el negocio, confirmando simplemente la operación que previamente había ordenado⁶⁴.

En relación con el análisis del *insider non-trading* desde la perspectiva de la comisión por omisión, hay que decir que no parece correcto tal enfoque, ya que los supuestos de no negociación o no ejecución de operaciones que se pensaban llevar a cabo constituyen, en realidad, conductas activas que podrían entenderse perfectamente comprendidas en la modalidad típica del uso, sin necesidad de recurrir a la omisión impropia para analizar la posibilidad de su punición. Esto es así porque, al igual que los casos en que el iniciado realiza operaciones con información privilegiada, en los supuestos de no negociación, el sujeto también utiliza información a la que tiene acceso reservado para tomar sus decisiones de inversión o desinversión, y esto —como afirma Prieto Del Pino— “nada tiene que ver con un deber de protección del bien jurídico asumido e incumplido por el iniciado”⁶⁵. Pese a esta conclusión, haremos referencia a las posiciones doctrinales que niegan o afirman la punibilidad del *insider non trading* bajo la rúbrica de la omisión impropia.

62 Así, GONZÁLEZ CUSSAC, *CPC* (37), 1989, 143; *DP PE*, 1996, 480; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, *ADPCP*, 1993, 1059; en: *Bacigalupo (dir.)*, *Curso*, 2005, 366; MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, *Delitos socioeconómicos*, 1996, 215; JERICÓ OJER, *Utilización de información privilegiada*, 2002, 200; BAUCCELLS LLADÓS, en: *Córdoba Roda/García Arán (dirs.)*, *Comentarios*, 2004, 1059; MONTES ÁLVARO, *El delito de información privilegiada*, 2004, 1235; BENÍTEZ ORTÚZAR, *Relevancia jurídico penal del insider trading*, 2005, 97. En alusión a la legislación italiana, SANGIOVANNI, *ZStW* (112), 2000, 910, sostiene que en la modalidad típica del uso se exige la realización de un comportamiento activo, por lo que —desde esta perspectiva— la norma no abarca los supuestos de *insider non-trading*.

63 Cfr. CALDERÓN SUSÍN, *CuadDJ*, 1996, 241; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, *EPCr*, 2003, 142; HERNÁNDEZ SAINZ, *APen* (9), 1997, 193, advierte, no obstante, que aquellos supuestos en los que el sujeto, valiéndose de información privilegiada, cancela o modifica una operación previamente ordenada, realmente constituyen conductas activas.

64 PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, p. 374.

65 PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, p. 374.

2.9.2 Posiciones negadoras y defensoras de su punición

a) Análisis de los casos de no negociación

Quienes rechazan la punibilidad del *insider non-trading* argumentan, en primer lugar, que es inadmisibles concebir que la posición de privilegio que tiene el iniciado respecto de los demás participantes en el mercado, traiga consigo la obligación de ejecutar una operación previamente proyectada aun cuando ésta suponga un perjuicio patrimonial. Dicho de otra forma, el iniciado que ha proyectado una operación de compra o venta de títulos no está obligado —en virtud de su conocimiento privilegiado— a ejecutarla cuando le depare un perjuicio patrimonial. Esto es así, porque la condición de iniciado implica únicamente un deber de abstención de realizar operaciones con información privilegiada, pero no acarrea ningún “deber de negociar”⁶⁶. Este último argumento ha sido utilizado para negar la equivalencia estructural entre la acción activa y la omisiva, y para descartar la existencia de una posición de garante que obligue al iniciado a ejecutar operaciones perjudiciales⁶⁷.

Así mismo, desde el punto de vista valorativo también se niega la equiparación de las conductas activas y omisivas. En este sentido, cuando se analiza la actuación del iniciado que no llega a cabo la operación que había programado ejecutar, se llega a la conclusión de que, a diferencia de las operaciones activas con información privilegiada en las que el iniciado participa del proceso de formación de precios, en éstas el *insider* accionista simplemente se limita a conservar sus títulos (si pensaba vender) o a no adquirir más acciones (cuando había intención de compra), pero no incide en ningún caso en el proceso de formación de las cotizaciones, sino que sólo realiza sus proyecciones de inversión o desinversión en función de una posición privilegiada lícitamente adquirida⁶⁸. De igual manera se ha sugerido el mismo tratamiento valorativo para los casos en los que el sujeto, previo acceso a información privilegiada que revela (des) ventajas en la ejecución del negocio, cancela o modifica una operación que había ordenado con anterioridad⁶⁹.

66 Así, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: *Vives Antón (coord.), Comentarios*, 1996, 1387, 1388; *DPE*, 2005, 301; HERNÁNDEZ SAINZ, *APen* (9), 1997, 193; JORNADA DE POZAS, *Código Penal*, 1997, 2992; PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 374.

67 HURTADO POZO, *Der Mißbrauch von Insider-Informationen*, 1994, 427, advierte que el principal problema de abordar estos casos en el ámbito de la omisión impropia es precisamente el de la determinación del deber del garante del supuesto autor de la omisión.

68 Siguiendo esta línea, HERNÁNDEZ SAINZ, *APen* (9), 1997, 193; PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 377.

69 En este sentido, MARTÍN PALLÍN, *CuadDJ* (14), 1997, 151; PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 377; así tb., en la doctrina alemana, VOLK, *ZHR* (142), 1978, 15, admite la existencia de una asimetría valorativa entre el “usar” la información absteniéndose de realizar una operación que se pensaba llevar a cabo y el usar activamente; SCHRÖDER, *NJW* (44), 1994, 2880, defiende la impunidad

Por último, además de las razones apuntadas, se ha defendido la exclusión de los casos de no negociación, invocando insuperables problemas probatorios al verificar la conexión entre el conocimiento privilegiado y la omisión de llevar a cabo la operación bursátil. Así, en la doctrina alemana, Park sostiene que el tipo del § 38 ap. 1. núm. 1 WpHG sólo puede realizarse mediante conductas positivas, de manera que los supuestos en que se omite —en virtud de la información privilegiada— llevar a cabo una transacción son impunes; esta comparación material que a primera vista puede resultar extraña es comprensible —a su juicio— si se tienen en cuenta las dificultades probatorias⁷⁰. Otros autores —como Volk, Assmann, Peltzer, Schröder, Engel, Cramer, Bergmann/Drees o Altenhain— también niegan que los supuestos omisivos, v. gr., la no participación en el mercado, sean compatibles con la dicción del precepto que exige la “utilización” de una información privilegiada por cuenta propia o ajena, lo que sugiere como mínimo la ejecución de operaciones comerciales de compra o venta de títulos⁷¹.

b) Los supuestos de confirmación de la orden emitida al margen del conocimiento privilegiado

Un sector doctrinal también ha defendido la impunidad de los casos en los que el iniciado mantiene la orden de compra o venta, programada con antelación al

de la cancelación de una orden de compra, alegando que en virtud de la prohibición de la analogía, no es posible equiparar tal conducta con la “adquisición” (Erwerb) a que se refiere el § 38 ap. 1. núm. 1 WpHG; CRAMER, *AG* (2), 1997, 62, señala que está permitido —en virtud de una información privilegiada— abstenerse de comprar títulos valores, esto es, la omisión de comprar o la cancelación de una orden; por tanto, la prohibición abarca —a su juicio— sólo la compra o venta efectiva de títulos valores basadas en información privilegiada; ASSMANN, *Kommentar*, 2006, 396, sugiere mantener en la impunidad las conductas equiparables a la omisión por no llegar a ejecutar el negocio jurídico, lo que incluye especialmente la cancelación de una orden de compra o venta ya emitida, pero aún no ejecutada o la no ejecución de una opción de compra o venta. Desde esta perspectiva, pues, no constituye *insider trading* el caso del miembro del órgano de vigilancia que, habiendo conocido la información privilegiada en una reunión, cancela inmediatamente después la orden de compra de los títulos; ALTENHAIN, *Kölner Kommentare zum Unternehmens*, 2007, 2472, sostiene que los supuestos de no negociación y de cancelación de órdenes ya emitidas, no encuentran acomodo en los términos “comprar” o “vender” recogidos en el tipo, por lo que una interpretación contraria infringiría el tenor literal y supondría una analogía inadmisibles. En contra, HERNÁNDEZ SAINZ, *APen* (9), 1997, 193.

70 PARK, *BB* (41), 2001, 2073.

71 Cfr. VOLK, *ZHR* (142), 1978, 15; ASSMANN, *AG*, 1994, 246 s; *ZGR* (3), 1994, 519; *Kommentar*, 2006, 396; quien no obstante se muestra inconforme con tal solución, pues —a su juicio— en estos casos el conocimiento privilegiado también es utilizado en beneficio propio; PELTZER, *ZIP*, 1994, 746, 750; SCHRÖDER, *NJW* (44), 1994, 2880; WEBER, *BB* (4), 1995, 166; ENGEL, *JA* (6), 1996, 515; KÜMPEL, *WM*, 1996, 656; CRAMER, *AG* (2), 1997, 62; BERGMANN/DREES, *StraFo* (9), 2005, 367; ALTENHAIN, *Kölner Kommentare zum Unternehmens*, 2007, 2472; PAWLIK, *Verbot von Insidergeschäften*, 2007, 414; de otra opinión, CLAUSSEN, *ZBB* (4), 1992, 281; *DB* (1), 1994, 31, señala que cuando la omisión de comprar o vender títulos valores es causal con el conocimiento de una información privilegiada habría que aplicar el delito de iniciados; no obstante, admite las dificultades que trae consigo la prueba de la decisión del iniciado de omitir la operación; WEBER, *BB* (4), 1995, 166, aunque también admite las dificultades para reprimir estas conductas, señala que cuando la decisión de omitir la realización de las operaciones se deriva del conocimiento de la información privilegiada, existirá entonces un delito de iniciados.

conocimiento de la información relevante en virtud de la cual decide seguir el curso de las operaciones. En estos supuestos, se admite que el iniciado obtiene un beneficio económico, pero se argumenta que dicho beneficio no puede ser objetivamente imputado a la omisión, ya que —como sostiene Martínez-Buján— ésta no crea el riesgo de producción del resultado, pues “se trata de un riesgo con un origen completamente diverso a la omisión en sí misma”, no habiendo tampoco prescripción alguna que obligue al iniciado a cancelar su ventajosa operación⁷². Desde esta perspectiva, pues, se defiende la inexistencia de un identidad estructural y valorativa entre la omisión (no cancelar la operación) y la acción⁷³.

Analizado este supuesto de *insider non-trading* desde la óptica de la *incidencia efectiva* de la información privilegiada sobre las operaciones, y prescindiendo de la comisión por omisión para su valoración, Prieto Del Pino sugiere distinguir dos situaciones con tratamiento diferenciado. Así, por un lado esta autora descarta la existencia de uso de información privilegiada cuando el sujeto emite previamente una orden de compra o venta de títulos sin sujeción a confirmación posterior alguna, por lo que dichas operaciones realizadas al margen de la información reservada son consideradas perfectamente lícitas; en cambio, si la ejecución final del negocio está supeditada a la confirmación de la orden inicial, entonces —a su juicio— sí concurrirá un supuesto activo de uso de información privilegiada en el que el iniciado, al separar temporalmente la emisión de la orden y el acceso al conocimiento reservado, intenta aparentar la legalidad de la operación⁷⁴.

Finalmente, como colofón de las posiciones negadoras de la punibilidad del *insider non-trading* como un supuesto de omisión impropia, se argumenta que al estar configurado como un tipo de mera actividad, el delito del art. 285 CP no admite la comisión por omisión que sólo es aplicable a los tipos de resultado⁷⁵.

Frente a los criterios antes reseñados, otro sector defiende la posibilidad del castigo de la comisión por omisión (*insider non-trading*), aunque aplicado fundamentalmente a

72 Cfr. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: *Vives Antón (coord.), Comentarios*, 1996, 1388; JORNADA DE POZAS, *Código Penal*, 1997, 2992.

73 PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 375, 376, niega que estos casos deban ser analizados desde la perspectiva de la comisión por omisión. Además, alega que con el análisis de estos casos bajo la figura de la omisión impropia, se intenta eludir problemas probatorios; así tb., MARTÍN PALLÍN, *CuadDJ* (14), 1997, 151, defiende que la confirmación de las operaciones ordenadas previamente al conocimiento de la información no constituyen supuestos de omisión, sino que suponen conductas activas atípicas; en alusión al art. 285 CP español, SCHÜNEMANN (*Entrevista concedida en el Institut für die gesamten Strafrechtswissenschaften, Rechtsphilosophie und Rechtsinformatik, con fecha de 5 de julio de 2007*), niega que el supuesto del *insider non trading* tenga cabida en la modalidad típica del uso de información privilegiada.

74 Cfr. PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 376.

75 Así, HERNÁNDEZ SAINZ, *APen* (9), 1997, 193.

los casos en que el iniciado no lleva a cabo las operaciones que pensaba efectuar. En tal sentido, se considera posible la concurrencia de conductas omisivas en la modalidad típica del uso, aunque admiten que las dificultades probatorias y de imputación objetiva del resultado influirán en su escasa aplicación⁷⁶.

c) Otros posibles casos de omisión impropia

Por otro lado, al margen de los casos de no negociación o no cancelación de la orden emitida, Jericó analiza la posibilidad de apreciar comisión por omisión bajo dos supuestos distintos. Así, en primer lugar, plantea el caso de quien siendo miembro del mercado no evita (sabiéndolo) que otra persona, también operador del mercado, trafique con información privilegiada. A juicio de esta autora, lo determinante será si el sujeto que no evita la operación con información relevante incrementa o no el riesgo para el bien jurídico, y así, sostiene que no es lo mismo que la conducta omisiva de un sujeto implique la creación de un riesgo, a que simplemente se limite –con su omisión– “a dejar transcurrir un curso causal peligroso anteriormente iniciado”, por lo que en estos casos no podría fundamentarse la responsabilidad del iniciado por la vía de la omisión impropia. En el segundo caso, Jericó valora la posibilidad de comisión por omisión en el supuesto de un sujeto que –con obligación específica de evitar que otros accedan a información privilegiada– permite el acceso a la misma, en cuyo caso también considera difícilmente equiparable la acción de usar con la de permitir el acceso a la información, por lo que –en su opinión– tampoco será posible aplicar la omisión impropia⁷⁷.

A mi juicio, en el primer caso podría plantearse un supuesto de participación en comisión por omisión siempre que –como señala Luzón Peña– la pasividad del sujeto equivalga estructuralmente a una colaboración activa, no bastando, pues, la existencia de una posición de garante para fundamentar el castigo de la participación omisiva⁷⁸

76 En este sentido, VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, *Noticias CEE* (81), 1991, 36; FARALDO CABANA, *EPCr*, 1995, 115; MOREDA DE LECEA, *BEE*, 1996, 387; RUIZ RODRÍGUEZ, *Protección penal del mercado de valores*, 1997, 345, 346. En contra de apreciar conductas omisivas en la modalidad típica del uso, LÓPEZ PEREGRÍN, *APen*, 1993, 437; CALDERÓN SUSÍN, *CuadDJ*, 1996, 241; MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, *Delitos socioeconómicos*, 1996, 215; GÓMEZ INIESTA, *La utilización abusiva de información privilegiada*, 1997, 371; GÓMEZ PAVÓN, *ICADE*, 1997 (42), 257; BAJO FERNÁNDEZ, *Uso de información privilegiada*, 1999, 646; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, *DPE*, 2001, 528; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, *EPCr*, 2003, 142; BAUCELLS LLADÓS, en: *Córdoba Roda/García Arán (dirs.), Comentarios*, 2004, 1059; BENÍTEZ ORTÚZAR, *Relevancia jurídica penal del insider trading*, 2005, 97; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, en: *Bacigalupo (dir.), Curso*, 2005, 364; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, *DP PE*, 2008, 489. En relación con el art. 161, 1º 1-4 del StGB suizo, HURTADO POZO, *Der Mißbrauch von Insider-Informationen*, 1994, 427, así tb., en la doctrina alemana, VOLK, *ZHR* (142), 1978, 15, sostiene que, además de la ineficacia de la norma para abarcar las conductas pasivas, los problemas probatorios inciden en la ineficacia de una prohibición de esta naturaleza.

77 Cfr. JERICÓ OJER, *Utilización de información privilegiada*, 2002, 200.

78 Así, *vid.* ampliamente sobre la participación por omisión, LUZÓN PEÑA, *PJ*, 1986, 79, 80, 86, 87; LL, 1986, 541; *EPen*, 1991, 234, 235, 243.

⁷⁹. Ahora bien, el criterio de identidad material y estructural que adoptamos exige –siguiendo a Luzón Peña– que la omisión del sujeto “favorezca o facilite la comisión del hecho, aumentando –o contribuyendo a aumentar– en ese sentido el riesgo, pero sin posibilidad de decisión, control o dominio sobre la realización del peligro”⁸⁰. En caso contrario, es decir, si la omisión del sujeto no favorece ni incide de modo alguno para que el otro ejecute sin obstáculos el delito, o no fortalece su ánimo criminal, entonces estaríamos frente a una conducta impune, ya que tampoco podría aplicarse el tipo de omisión (pura) de impedir delitos del art. 450 CP, pues el *insider trading* está excluido de los tipos penales a los que les es aplicable esta figura.

El segundo supuesto, en cambio, es perfectamente compatible con la modalidad del suministro, por lo que consideramos innecesario plantearlo en este lugar para valorar la posibilidad de comisión por omisión en la conducta típica del uso.

2.9.3 Valoración crítica de los casos planteados

Una vez analizadas las distintas posturas sobre la punibilidad del denominado *insider non trading*, plantearémos la valoración que –a nuestro juicio– merecen cada uno de los casos sometidos a examen tanto en la doctrina alemana como española. Así, con relación a los casos de no negociación hay que distinguir dos supuestos, a saber: 1) la no ejecución de la operación que el iniciado tenía pensado realizar y, 2) los supuestos de cancelación o modificación de la orden inicialmente emitida. En el primer caso, consideramos que lo determinante para admitir la impunidad de tal conducta es que, además de los problemas probatorios invocados por *PARK*, la prohibición del *insider*

79 Este planteamiento es válido si admitimos que la regulación de las formas de participación en el delito no es incompatible con las conductas omisivas, lo que dependerá de si interpretamos que cuando la ley habla de cooperar con “actos” en la ejecución del hecho, utiliza dicho término en sentido lato, comprensivo por tanto de comportamientos activos y omisivos. Así, en la doctrina española, admiten la punibilidad de la participación omisiva, LUZÓN PEÑA, PJ, 1986, 89; EPen, 1991, 246; DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO, PJ, 1991, 208 ss; el mismo, en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 987; PORTILLA CONTRERAS, La participación omisiva, 1999, 463 ss; VIANA BALLESTER, RCP, 2001, 187 ss; TRAPERÓ BARREALES, La participación omisiva, 2003, 469; LANDECHO VELASCO/MOLINA BLÁZQUEZ, DP PG, 2004, 489; ORTOS BERENGUER/GONZÁLEZ CUSSAC, Compendio, 2004, 241; en la jurisprudencia más reciente, vid. entre otras, STS núm. 37/2006 (25 de enero); STS núm. 1251/2006 (de 12 diciembre); STS núm. 221/2003 (14 de febrero); STS núm. 1538/2000 (9 de octubre); STS núm. 1480/1999 (13 de octubre). En contra, por entender que las omisiones no encajan en los términos “acto” o “actos” requeridos tanto en la cooperación necesaria como en la complicidad, ANTÓN ONECA, DP PG, 1949, 424; MIR PUIG, DP PG, 2004, 410-411, entiende que políticamente es preferible una interpretación amplia del término “acto”; no obstante, pese a que no ve mayores inconvenientes para el castigo de la cooperación moral, sí encuentra difícil la admisión de la cooperación por omisión, lo que sólo será posible si –a su juicio– se adopta una interpretación extensiva del término “acto” entendido como “comportamiento socialmente positivo”.

80 LUZÓN PEÑA, PJ, 1986, 87; EPen, 1991, 245. Adoptan este criterio, DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO, en: Luzón Peña (dir.), EPB, 2002, 987; TRAPERÓ BARREALES, La participación omisiva, 2003, 469; así tb., en relación con la autoría omisiva, ARÁUZ ULLOA, El delito de omisión, 2006, 331, 440.

trading sólo obliga al iniciado a abstenerse de realizar operaciones con información privilegiada, pero en modo alguno implica un “deber de negociar”, sobre todo cuando las operaciones proyectadas deparan perjuicios patrimoniales. En el segundo caso, en cambio, la cuestión es discutible, ya que quien ha emitido una orden de compra y luego la cancela o modifica, tomando como parámetro la información privilegiada, sí estaría haciendo “uso” –en el sentido del art. 285 CP– de dicha información.

En este sentido, la cancelación de la orden supone un actuar positivo que guarda un nexo de causalidad con el conocimiento de la información relevante, y lo mismo ocurre con la modificación de la orden, máxime si –por ejemplo– se compran más acciones que las inicialmente previstas. Como hemos visto, la doctrina alemana defiende la impunidad de los supuestos de cancelación o modificación de orden emitida por el iniciado, pero esto se debe, fundamentalmente, a que el tipo penal regulado en la WpHG exige que la información privilegiada sea utilizada para la “compra o venta” de títulos valores, por lo que una interpretación literal del precepto deja fuera de su ámbito los casos en que se cancela o modifica la orden de compra inicialmente adoptada por el *insider*; sin embargo, esta tesis no es aplicable al art. 285 CP que sólo proscribe el “uso” o “suministro” de información relevante para las cotizaciones, sin hacer referencia a concretas determinadas operaciones, v. gr., la compra o venta de títulos.

Por su parte, los supuestos de confirmación de la orden de compra o venta de títulos, emitida antes al margen del conocimiento privilegiado de la información, merecen así mismo una doble valoración, según que el iniciado se limite sólo a dejar transcurrir la orden o que, por el contrario, condicione la ejecución de la misma a los datos reflejados en la información privilegiada. En el primer caso, es indudable la inexistencia de un nexo causal entre la orden emitida y el conocimiento de la operación, mientras que en el segundo caso, sí que habría que admitir la existencia del nexo de causalidad y, en consecuencia, afirmar la punibilidad del iniciado por “uso” de información privilegiada.

Por último, como hemos afirmado antes, los casos en los que el iniciado permite que otros accedan a la información privilegiada, bien sea retirando obstáculos o bien omitiendo su deber de custodia, son perfectamente subsumibles en la conducta típica del suministro de información privilegiada en comisión por omisión. Lo determinante será, pues, que la omisión del iniciado equivalga estructuralmente a la conducta típica del suministro, y esto se cumple cuando es la omisión misma la que crea o incrementa el riesgo de producción del resultado de que llegue la información a otros.

3. La conducta típica del suministro

3.1 Cuestiones previas

La modalidad típica del “suministro” de información privilegiada, denominada en el ámbito jurídico-mercantil como “uso transitivo” o “uso informativo”⁸¹, no ha tenido –a diferencia de la conducta del uso– un marcado convencimiento doctrinal sobre la idoneidad de su penalización, habiéndose propuesto incluso su impunidad en aras de respetar los principios de intervención mínima y de ofensividad que limitan el *ius puniendi* de todo Estado democrático. En este sentido, se esgrime que la incriminación de esta conducta tiene un contenido moralizante cuya finalidad esencial es la de promover la ética en el mercado de valores, pero que está desprovista de un contenido real de protección de bienes jurídicos, por lo que –desde esta perspectiva– se ha considerado suficiente el establecimiento de sanciones administrativas para los casos en los que un iniciado se limita a proporcionar a otro la información a la que ha tenido acceso reservado⁸². Haciendo eco de esta propuesta el legislador alemán optó por suprimir la incriminación penal del suministro de información privilegiada y, en su lugar, estableció sanciones administrativas pecuniarias para quienes infringen con dolo o imprudencia las disposiciones que prohíben tales conductas⁸³.

81 Cfr. SÁNCHEZ GUILARTE/TAPIA HERMIDA, *RDBB* (28), 1987, 775; TAPIA HERMIDA/SÁNCHEZ GUILARTE, *Noticias*, 1988, 117; SÁNCHEZ CALERO, *PJ*, 1988, 259; GONZÁLEZ CUSSAC, *CPC* (37), 1989, 143; VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, *Noticias CEE* (81), 1991, 37; VARELAS VARAS, *AMF* (3), 1992, 6; PAZ RUBIO, *CuadDJ*, 1993, 161; ESTEVAN DE QUESADA, *RGD* (615), 1995, 13465; TAPIA HERMIDA, *RDBB* (91), 2003, p. 335.

82 Así, FARALDO CABANA, *EPCr*, 1995, 117, considera que la simple transmisión de la información no lesiona y en muchos casos ni siquiera pone en peligro el bien jurídico penalmente protegido; HERNÁNDEZ SAINZ, *APen* (9), 1997, 191, 192, manifiesta que la mera revelación de la información –sin utilización por parte del tercero– no lesiona bien jurídico alguno y que, por esa razón, el suministro debería ser atípico; PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 378, entiende que la punibilidad del mero suministro de información privilegiada es incompatible con los principios de fragmentariedad y proporcionalidad, ya que dicha conducta sólo representa un peligro abstracto para la justicia informativa de las cotizaciones; RUÍZ RODRÍGUEZ, *Protección penal del mercado de valores*, 1997, 343, expresa que la punibilidad del suministro plantea dudas sobre el posible exceso de la intervención penal en esta materia; GÓMEZ INIESTA, *La utilización abusiva de información privilegiada*, 1997, 414, señala que con la incriminación del suministro de información relevante se está llevando a cabo una injusta equiparación con la conducta básica del *insider trading*. En contra, SANGIOVANNI, *ZStW* (112), 2000, 911, señala que la posibilidad de transacciones con información privilegiada depende del número de personas que tienen conocimiento del hecho relevante y, por esta razón, sostiene que es necesario prohibir no sólo el uso, sino también el suministro de información privilegiada; SEMINARA, *Aspectos problemáticos en materia de “insider trading”*, 1995, 534, avala el castigo del uso y el suministro de información privilegiada, por cuanto –a su juicio– la fuente cualificada de la noticia representa un presupuesto para la reconocibilidad de su valor económico; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, *EPCr*, 2003, 144, para quienes tanto la conducta del uso como la del suministro de información privilegiada vulneran el bien jurídico de la igualdad de oportunidades en la negociación y ponen en peligro la confianza de los inversores en el correcto funcionamiento del mercado.

83 Cfr. el § 39 ap.2 núm. 3 *WpHG* en relación con el § 14 ap. 1 núm. 2 *WpHG*. Vid. al respecto, MÖLLER, *BFuP*, 1994, 107; SCHNEIDER/BURGARD, *ZIP* (10), 1999, 387 ss; BERGMANN/DREES, *StraFo* (9), 2005, 367; TIEDEMANN, *Wirtschaftsstrafrecht*, 2006, 163; ALTEHNAIN, *Kölner Kommentare zum Unternehmens*, 2007, p. 2476.

Es evidente, no obstante, que el legislador español de 1994 no adoptó dicha propuesta, ya que el art. 285 CP castiga a quien “suministrare” información relevante para la cotización de valores, por lo que penalmente está proscrita la transmisión, comunicación o revelación de toda información capaz de incidir en el precio de los valores. Con esta prohibición, pues, se intentó salvar la laguna de punibilidad que se produciría cuando quien tiene acceso a la información privilegiada no la utiliza, sino que la proporciona a otro sujeto para que sea éste quien lleve a cabo las operaciones; sin embargo, hay quienes –como Martínez-Buján– sostienen que aunque el legislador tuvo la intención de criminalizar el “suministro”, lo cierto es que desde el punto de vista gramatical debe interpretarse que el CP sólo recoge en realidad una conducta típica, la del uso. Esto es así porque –a juicio del citado autor– la utilización del gerundio “obteniendo” exige que el beneficio económico requerido en el tipo sea atribuible a quien suministra la información, no a quien la recibe, por lo que –a la luz de esta interpretación– si el iniciado que suministra la información obtiene para sí un beneficio económico entonces su conducta sería subsumible directamente en la modalidad del “uso” por *persona interpuesta*, mientras que si suministra la información a otro sin obtener ventajas económicas su conducta sería atípica⁸⁴.

3.2 ¿Atipicidad del suministro a título oneroso?

Pese al problema gramatical planteado, la doctrina mayoritaria no suele negar la tipicidad del suministro cuando es a título gratuito, es decir, cuando el iniciado

84 Cfr. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: *Vives Antón (coord.), Comentarios*, 1996, 1388; *DPE*, 2002, 122; *DP PE*, 2004, 586; *DPE*, 2005, 302; RODRÍGUEZ MOURILLO, *Anales*, 2007, 609; PUENTE ABA/PERNAS GARCÍA, *El abuso de la información privilegiada*, 2004, 363; MARTÍN PALLÍN, *CuadDJ* (14), 1997, 152; JERICÓ OJER, *Utilización de información privilegiada*, 2002, 201; TERRADILLOS BASOCO, *Protección penal del mercado financiero*, 1998, 173; *Empresa y Derecho Penal*, 2001, 234; SUÁREZ GONZÁLEZ, *Compendio*, 1998, 552; HERNÁNDEZ SAINZ, *APen*, 1997, 192; GÓMEZ INIESTA, *La utilización abusiva de información privilegiada*, 1997, 415. Pese a admitir las deficiencias literales del precepto, FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, *EPCr*, 2003, 143, 144 n. 89, sugieren una vía gramatical para defender la tipicidad del suministro, así pues, sostienen que la forma verbal gerundio puede referirse no sólo al sujeto de la oración, sino a cualquier nombre o complemento de la oración a la que pertenezca, o a otro que no forme parte de ella. Según esta interpretación la conducta del suministro sería punible aun cuando el beneficio económico sea obtenido por el receptor de la información privilegiada y no por el iniciado que la trasmite. Además del argumento gramatical aludido, los autores invocan la interpretación teleológica del tipo y el principio de vigencia para defender la tipicidad del suministro; en parecidos términos, BENÍTEZ ORTÚZAR, *Relevancia jurídico penal del insider trading*, 2005, 97; en: Cobo del Rosal (dir.), *Comentarios*, 1999, 367, defiende la tipicidad del suministro desde una interpretación teleológica del tipo. Por otro lado, para salvar este error gramatical y evitar la impunidad del iniciado cuando sea el receptor de la información quien obtenga el beneficio, se ha propuesto interpretar la expresión “para un tercero” en el sentido de que el beneficio también puede ser para el receptor de los datos reservados que realiza operaciones bursátiles; así tb., PUENTE ABA/PERNAS GARCÍA, *El abuso de la información privilegiada*, 2004, 363, 364; en parecidos términos, JORNADA DE POZAS, *Código Penal*, 1997, 2991, defiende el castigo de la tentativa cuando el receptor de la información no haya llegado a obtener beneficio alguno. En contra, HERRERO HERRERO, *Introducción*, 1996, 377, tras una exhaustiva explicación gramatical llega a la conclusión de que el gerundio “obteniendo” afecta sólo al verbo “suministrare”.

simplemente transmite la información para que sean el receptor o terceros quienes se lucren de esa ventaja cognitiva respecto de los demás participantes en el mercado. No ocurre lo mismo, por el contrario, cuando la transmisión de la información privilegiada se produce a cambio de ventajas económicas o de alguna otra contraprestación, en definitiva, cuando el suministro de la información es a título oneroso, en cuyo caso algunos autores niegan su tipicidad⁸⁵.

A favor de esta última postura se argumenta que en la modalidad típica del suministro no se requiere, a diferencia de la conducta típica del uso, que el iniciado persiga una ventaja patrimonial ni la consecución de un perjuicio, entre otras cosas, porque tales resultados escapan de su ámbito de competencia, es decir, que son acontecimientos no controlables por el sujeto. Además, se alega que si un iniciado obtiene ventajas económicas por la transmisión de la información, su conducta estaría abarcada en realidad por el verbo típico “usar”⁸⁶.

A mi juicio, resulta paradójico que —en el ámbito del suministro— la conducta del iniciado sea sancionada penalmente cuando transmite la información a título gratuito y no cuando lo hace a título oneroso. En este sentido, son perfectamente posibles los casos en los que el iniciado transmite la información motivado precisamente por una ventaja económica que no puede obtener utilizando él mismo la información, sea porque no cuenta con el dinero suficiente para hacer inversiones, porque no desea arriesgar su capital o porque simplemente le parece la vía más expedita para obtener ganancias. No es de recibo el argumento de que la transferencia onerosa de la información debe reconducirse a la conducta típica del uso, ya que esta modalidad lo que exige es que el beneficio económico o el perjuicio sean consecuencia directa de la realización —por cuenta propia o por persona interpuesta— de *operaciones* bursátiles con información relevante para las cotizaciones, por lo que la “venta” de la información propiamente dicha no encaja en modo alguno en la modalidad típica del uso.

Es preciso aclarar, no obstante, que cuando hacemos referencia a una contraprestación económica a cambio del suministro de la información, no estamos pensando en la exigencia típica de la obtención de un beneficio superior a 600.000 euros, como condición para aplicar la modalidad del suministro⁸⁷, sino en el pago de

85 En este sentido, CALDERÓN SUSÍN, *CuadDJ*, 1996, 241; GÓMEZ PAVÓN, *ICADE*, 1997 (42), 255; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, *DPE*, 2005, 302; LUZÓN CÁNOVAS, *Abuso de información privilegiada*, 2005, 2. En contra, FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, *EPCr*, 2003, 145, estiman que es indiferente, para la aplicación del tipo, que el iniciado comunique la información privilegiada de forma gratuita u onerosa; MARTÍN PALLÍN, *CuadDJ* (14), 1997, 151, entiende que el suministro puede efectuarse vendiendo la información; así tb., en alusión al delito de iniciados en el StGB suizo, HURTADO POZO, *Der Mißbrauch von Insider-Informationen*, 1994, 422.

86 Así, GÓMEZ PAVÓN, *ICADE* (42), 1997, 255.

87 HERNÁNDEZ SAINZ, *APen*, 1997, 192, 193, sugiere que una posible interpretación es considerar que el beneficio obtenido es la contraprestación por suministrar la información, con independencia de si el

una determinada cantidad de dinero que puede ser incluso inferior a la prescrita en el art. 285 CP. Esto es así porque —a mi juicio— no cabe interpretar, en primer lugar, que la punibilidad del suministro esté supeditada a la obtención del beneficio típico por parte del iniciado⁸⁸ y, en segundo lugar, porque aunque defendiéramos lo contrario, la “venta” de información privilegiada por un monto superior a 600.000 euros es —como afirma Martínez-Buján— incompatible con una interpretación teleológica del precepto, que exige que dicho beneficio económico sea consecuencia del *uso*, esto es, de la realización de operaciones bursátiles con información privilegiada⁸⁹.

En definitiva, hay que tener en cuenta que *de lege lata* la conducta del suministro sólo será punible si el adquirente o receptor de la información la *utiliza* en operaciones bursátiles propias, procurándose un beneficio superior a 600.000 euros o causando un perjuicio de idéntica suma, pues en caso contrario, el suministro de información —gratuito u oneroso— sería atípico⁹⁰. A esta exigencia derivada del principio de

tercero se sirve de ella o no; en el mismo sentido, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: *Vives Antón (coord.), Comentarios*, 1996, 1389, admite que aparentemente podría interpretarse, a la luz del error gramatical de que adolece la modalidad típica del suministro, que es posible aplicar esta conducta al iniciado que recibe un beneficio superior a lo establecido en la ley, como contraprestación por el suministro de información privilegiada, siendo indiferente que la misma sea utilizada o no por el receptor de la información; FARALDO CABANA, *EPCr*, 1995, 121, defiende esta interpretación al afirmar que el resultado típico puede consistir en la contraprestación que obtiene el iniciado por quien recibe la información, al margen de que éste último obtenga beneficios o cause perjuicios.

88 GARCÍA VALDÉS/FIGUEROA NAVARRO, en: *Luzón Peña (dir.), EPB*, 2002, 56, admiten la punibilidad del suministro en beneficio propio; VALLE MUÑOZ/MORALES PRATS, en: *Quintero Olivares (dir.)/Morales Prats (coord.), Comentarios*, 2005, 1451; *Comentarios*, 2004, 1423, defienden el castigo del suministro en provecho propio o ajeno, es decir, admiten la relevancia típica del suministro aún cuando quien obtiene el beneficio es el iniciado primario y no el receptor; en el mismo sentido, BAUCCELLS LLADÓS, en: *Córdoba Roda/García Arán (dirs.), Comentarios*, 2004, 1059, condiciona la aplicación del suministro a la obtención -propia o del tercero- de un beneficio económico superior a 600.000 euros, por lo que desde esta perspectiva el tipo exige —a su juicio- un ánimo de lucro, mismo que no es necesario cuando a través del suministro sólo se causa un perjuicio de idéntica suma.

89 Cfr. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: *Vives Antón (coord.), Comentarios*, 1996, 1389. Para salvar esta supuesta “laguna de punibilidad”, PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 381, propone interpretar que la conducta del suministro no es más que la tipificación autónoma de la cooperación necesaria del iniciado primario en la operación ejecutada por el iniciado secundario a cambio del pago de la cuantía establecida en el precepto. El precio por la venta de la información sería —a su juicio— parte de la plusvalía obtenida a través de la explotación de la información privilegiada. Según la autora, con esta exégesis se consigue evitar de *lege lata* la injustificada impunidad de los *intranei* que cooperan al uso de información privilegiada realizado por un *extraneus*. Así, pues, la condición para la aplicación de este tipo autónomo es —desde esta perspectiva— que el no iniciado utilice la información, pues en caso contrario, la conducta del iniciado que transmite la información sólo podría ser castigada como tentativa, con independencia de que haya recibido la cantidad típica a cambio del suministro. Por último, a la luz de esta propuesta, se defiende la impunidad del iniciado primario cuando no recibe el beneficio establecido en la ley aun cuando el receptor haya utilizado la información.

90 En este sentido, MARTÍN PALLÍN, *CuadDJ* (14), 1997, 151; CALDERÓN CEREZO, *DP PE*, 1999, 875; GONZÁLEZ RUS, *Compendio*, 2000, 517; GARCÍA VALDÉS/FIGUEROA NAVARRO, en: *Luzón Peña (dir.), EPB*, 2002, p. 58;

taxatividad, hay quienes añaden –como requisito para la tipicidad del suministro– el conocimiento del origen privilegiado de la información por parte del sujeto al que se le transmite⁹¹.

3.3 ¿Punibilidad del receptor de la información?

Por otro lado, también se ha defendido la atipicidad de la conducta del receptor de la información privilegiada que la utiliza en sus operaciones⁹², salvo que haya llegado al conocimiento de la misma por razón de su actividad profesional o empresarial, es decir, siendo un *insider*, en cuyo caso habría que aplicar la modalidad típica del uso. En este ámbito, habría que plantear si debe aplicarse el mismo tratamiento, esto es, la impunidad por *insider trading*, tanto al receptor oneroso o gratuito, como a aquellos otros que obtienen y utilizan la información privilegiada a la que han tenido acceso mediante cualquier actividad delictiva, piénsese por ejemplo, en el caso del sujeto *extraneus* que amenaza o intimida a un iniciado para

FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, *EPCr*, 2003, 145; PUENTE ABA/PERNAS GARCÍA, *El abuso de la información privilegiada*, 2004, 356; MONROY ANTÓN, *Derecho & Empresa*, 2005, 13; PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 379, rechaza expresamente que el art. 285 CP incrimine el mero suministro de información privilegiada, pues –a su juicio– la única vía de dotar al suministro del contenido necesario de lesividad pasa por exigir que el receptor de la información haga uso de ella en sus operaciones bursátiles. En contra, HERNÁNDEZ SAINZ, *APen*, 1997, 192, entiende que al estar configurado como un delito de peligro abstracto, la conducta del suministro de información privilegiada se consume con la simple transmisión, aunque el informado haya decidido no utilizar la información relevante. Esto es así –según la autora– porque con esta conducta el peligro para el buen funcionamiento del mercado se deriva de la puesta en circulación indebida de informaciones privilegiadas, lo que incrementa el riesgo de su utilización en operaciones bursátiles; sin embargo, considera excesivo castigar penalmente la mera comunicación; GÓMEZ INIESTA, La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 415, no llega a la misma conclusión pese a defender que el *insider trading* está configurado como un delito de peligro abstracto, pues considera que el castigo del suministro está condicionado a que el iniciado-informador haya obtenido beneficios u ocasionado perjuicios. En tal sentido, entiende que el suministro de información privilegiada por parte del iniciado será penalmente irrelevante cuando quien obtiene exclusivamente el beneficio es el receptor de la información.

91 Cfr. GÓMEZ INIESTA, *La utilización abusiva de información privilegiada*, 1997, 372; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: *Cobo del Rosal (dir.)*, *Comentarios*, 1999, 365; Relevancia jurídico penal del insider trading, 2005, p. 96.

92 Así, LUZÓN CÁNOVAS, *Abuso de información privilegiada*, 2005, 2; GÓMEZ INIESTA, *LL*, 1999, 3944; La utilización abusiva de información privilegiada, 1997, 415; GONZÁLEZ RUS, *Jornadas*, 1998, 149; CALDERÓN SUSÍN, *CuadDJ*, 1996, 242; MONTES ÁLVARO, *El delito de información privilegiada*, 2004, 1235, defiende la atipicidad de la conducta del tercero que usa la información privilegiada, siempre y cuando éste no conozca el carácter reservado y relevante de la misma. En contra, BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, *DPE*, 2001, 527; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: *Cobo del Rosal (dir.)*, *Comentarios*, 1999, 366 n. 87; *Relevancia jurídico penal del insider trading*, 2005, 96 n. 72; HERNÁNDEZ SAINZ, *APen*, 1997, 192, propone de *lege ferenda* la punibilidad del receptor de la información en calidad de autor y la del iniciado que la transmite en calidad de partícipe, pero de *lege lata* defiende la impunidad del receptor que utiliza la información recibida; PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 382, defiende de *lege lata* la categoría de cooperación necesario para el iniciado que suministra la información a un tercero. Sobre el castigo del receptor de la información en el StGB suizo, HURTADO POZO, *Der Mißbrauch von Insider-Informationen*, 1994, p. 421.

que le proporcione la información, o, el caso del sujeto que, sin ser iniciado, sustrae ilegalmente la información relevante.

Frente al planteamiento inicial, Benítez Ortúzar alega que si bien el suministrado que ha obtenido beneficios a costa de la información no puede ser autor, sí que puede responder penalmente como partícipe (cooperador necesario) con arreglo a las reglas generales de la participación en delitos especiales. La consecuencia práctica que el citado autor extrae de esta conclusión, es que se da la paradoja de que en este caso quien domina el hecho por llevar a cabo directamente las operaciones es, en realidad, el receptor de la información, esto es, el cooperador necesario, mientras que el autor, el que suministra la información, no tiene ningún dominio sobre el curso de las negociaciones⁹³.

A nuestro juicio, de *lege lata* la conducta del receptor de la información que la utiliza en operaciones propias es constitutiva de cooperación necesaria, salvo que el sujeto no conociera el carácter privilegiado de la misma, en cuyo caso su conducta sería atípica. Esto es así porque la conducta típica del suministro requiere que, como consecuencia del mismo, se obtengan beneficios o se causen perjuicios superiores a 600.000 euros y, en consecuencia, el receptor *extraneus* que realiza operaciones con información privilegiada coopera con el iniciado en la lesión del bien jurídico protegido. Por el contrario, es evidente que al tratarse de un delito especial propio el receptor no iniciado no podrá responder en ningún caso como autor en sentido estricto.

3.4 Atipicidad de la transmisión en cadena

Menos dudas plantean los casos en los que el receptor primario (no iniciado) de la información la transmite a otro u otros para que sean éstos quienes realicen operaciones bursátiles con información privilegiada y obtengan beneficios o causen perjuicios. En este supuesto es irrelevante que el suministro de la información sea oneroso o gratuito, por cuanto el *extraneus* no cumple la condición especial requerida para la autoría, esto es, el acceso reservado a la información por su profesión o actividad empresarial. Tampoco responderán penalmente los receptores secundarios ni todos aquellos que hayan recibido posteriormente la información reservada. La transmisión en cadena es, pues, atípica⁹⁴. Ahora bien, sí podrá exigirse responsabilidad penal como

93 Cfr. BENÍTEZ ORTÚZAR, en: *Cobo del Rosal (dir.), Comentarios*, 1999, 365, 366; Relevancia jurídico penal del insider trading, 2005, 96.

94 Sobre la impunidad administrativa de los destinatarios de la información sucesivos al receptor primario, *vid.*, SÁNCHEZ GUILARTE/TAPIA HERMIDA, *RDBB* (28), 1987, 775; TAPIA HERMIDA/ SÁNCHEZ GUILARTE, *Noticias*, 1988, 117, sostienen que ésta era la solución a la luz de la Propuesta de Directiva sobre operaciones de iniciados (DOCE No. C 153/8, de 11 de junio de 1987); sin embargo, expresan que, en ese momento, el Comité Económico y Social sugirió que la transmisión de información privilegiada no debía limitarse al iniciado secundario, sino extenderse a "ulteriores eslabones de la cadena". Al parecer, esta iniciativa

partícipe *strictu sensu* al *extraneus* (receptor) que ayuda al iniciado primario a transmitir la información a otros por cualquier medio o procedimiento.

3.5 Exclusión de las simples recomendaciones

Siempre en el ámbito del suministro de información relevante para las cotizaciones, un sector absolutamente minoritario ha defendido la tipicidad de las simples recomendaciones, consejos o sugerencias de inversión o desinversión que el iniciado propone a un tercero, siendo plenamente consciente del posible éxito o fracaso de la operación por razón de la información a la que ha tenido acceso reservado⁹⁵. Por el contrario, la doctrina mayoritaria niega la tipicidad de las simples recomendaciones, siempre que no se dé a conocer el contenido de la información privilegiada al receptor del consejo⁹⁶. Del mismo modo, se defiende acertadamente la exclusión de los simples comentarios imprudentes, v. gr., sobre las estrategias de inversión de una sociedad emisora; la razón de esta exclusión, sin embargo, no es ya que la información transmitida no sea relevante, sino que ha sido suministrada de forma imprudente cuando el tipo exige la comisión dolosa que —a juicio de algunos— requiere que la comunicación se produzca con la intención de que la información sea utilizada por el tercero, pues en caso contrario, la conducta sería impune⁹⁷. Se trata, en todo caso, de una interpretación del tipo subjetivo que en atención al sistema de *numerus clausus* limita la tipicidad del *insider trading* a las conductas dolosas, siendo admisible el dolo eventual.

tuvo cierto eco en la Directiva 89/592/CEE (arts. 2, 4.); en este sentido, VALENZUELA GARACH/PEINADO GRACIA, *Noticias CEE* (81), 1991, p. 33.

95 A favor de la tipicidad de las recomendaciones, entre otros, BENÍTEZ ORTÚZAR, en: *Cobo del Rosal (dir.), Comentarios*, 1999, 365; EIRANOVA ENCINAS, *Abuso de mercado*, 2005, 646, entiende que si quien brinda el consejo, es decir, el “consejero”, se encuentra en conexión con la información, difícilmente podrá defenderse la atipicidad de las recomendaciones; PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 381, sostiene que de *lege ferenda* la incriminación de las recomendaciones o consejos de adquirir o ceder valores basados en información privilegiada sólo estaría justificada cuando estos actos sean constitutivos de participación en la operación ejecutada por el receptor del consejo, pero no en los casos en los que éste no sigue la recomendación del iniciado primario.

96 Así, FARALDO CABANA, *EPCr*, 1995, 116; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: *Vives Antón (coord.), Comentarios*, 1996, 1388; DPE, 2002, 121; *DP PE*, 2004, 585; *DPE*, 2005, 302; CALDERÓN SUSÍN, *CuadDJ*, 1996, 242; GÓMEZ INIESTA, *La utilización abusiva de información privilegiada*, 1997, 415; *LL*, 1999, 3944; BAJO FERNÁNDEZ, *Uso de información privilegiada*, 1999, 645; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, *DPE*, 2001, 526; JERICÓ OJER, *Utilización de información privilegiada*, 2002, 201; PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 381; RUBIO LARA, *Parte especial*, 2006, 84; RUIZ RODRÍGUEZ, *Comentarios*, 2007, 633; así tb., refiriéndose al StGB suizo, HURTADO POZO, *Der Mißbrauch von Insider-Informationen*, 1994, p. 421.

97 GIUDICELLI-DELAGE, *El delito de iniciados*, 1995, 402, sostiene que en el Derecho francés se castiga tanto el suministro doloso como el imprudente; HERNÁNDEZ SAINZ, *APen*, 1997, p. 192.

En el derecho positivo alemán, el texto inicial del § 38 ap. 3 en correspondencia con el § 14 ap. 1, núm. 3 WpHG, castigaba penalmente las recomendaciones de compra o venta de títulos valores basadas en información privilegiada, lo que propició una interesante discusión doctrinal sobre si los datos publicados a través de programas televisivos, informes bursátiles o revistas financieras tenían el carácter de una recomendación; habiéndose defendido —a la luz de la función protectora del tipo penal— que no toda evaluación positiva de un título valor puede ser considerada como tal, sobre todo porque el analista financiero o el periodista bursátil sólo hacen lo que en virtud de su profesión les está permitido, esto es, publicar y evaluar críticamente títulos valores⁹⁸; además, se planteaba lógicamente que el castigo de tal conducta requería la existencia de un nexo causal entre el hecho relevante y la recomendación⁹⁹; sin embargo, actualmente se ha suprimido la incriminación penal de tal conducta y su concurrencia implica sólo una contravención que acarrea sanciones pecuniarias; en tal sentido, pues, se sanciona administrativamente a quienes con dolo o imprudencia grave infringen la prohibición contenida en el § 14 ap. 1 núm. 3 WpHG, que proscribe efectuar recomendaciones derivadas de una información privilegiada¹⁰⁰.

En España, por su parte, se ha defendido de *lege lata* el castigo de algunos supuestos de recomendación a través de la modalidad típica del uso. En este sentido, Prieto Del Pino sugiere apreciar un delito consumado de uso de información privilegiada, cuando el iniciado primario actúa como autor mediato al procurar que el receptor no iniciado efectúe operaciones a partir de su consejo, v. gr., el padre iniciado que recomienda a su hijo que adquiera valores de una compañía, haciéndole creer que su consejo de basa en informaciones públicas relativas a la buena marcha del negocio¹⁰¹.

3.6 Admisibilidad de la comisión por omisión en el suministro

Aunque la posibilidad de apreciar la omisión impropia en la conducta típica del suministro no es una cuestión exenta de discusiones, lo cierto es que en el terreno

98 En este sentido, VOLK, *BB* (2), 1999, 67.

99 Así, SCHNEIDER/BURGARD, *ZIP* (10), 1999, 389.

100 Cfr. al respecto, el § 39 ap. 2 núm. 4 *WpHG*. En alusión a la legislación italiana, SANGIOVANNI, *ZStW* (112), 2000, 912, señala que la tercera conducta prohibida en el ámbito del delito de iniciados es la de recomendar a otro la *compra* de instrumentos financieros, por lo que —a su juicio— los casos en los que el iniciado recomienda a otro la no realización de una determinada transacción no están abarcados por el tipo. Es importante destacar que el autor defiende la punibilidad del iniciado que brinda la recomendación con independencia de que el destinatario de la misma realice o no transacciones con instrumentos financieros; sosteniendo, además, que el receptor del consejo no comete delito alguno cuando efectúa la operación, ya que al no conocer el carácter privilegiado de la información falta el tipo subjetivo.

101 PRIETO DEL PINO, *Uso de información privilegiada*, 2004, 382, expresa que en el caso planteado el instrumento, es decir, el hijo no iniciado es, a los efectos del art. 285 CP, el “tercero” para quien el *insider* obtiene el beneficio superior a 600,000 euros.

práctico son imaginables los casos en los que el iniciado, sin llegar a transmitir directamente la información privilegiada, facilita el acceso a la misma, sea infringiendo su deber de custodia o retirando obstáculos que hacen posible el acceso a dicha información. En la doctrina española, un importante sector niega la aplicación de la comisión por omisión en la conducta típica del suministro¹⁰², en sentido contrario a quienes defienden la posibilidad de castigar los casos de omisión impropia¹⁰³. En este último caso, se exige, además, que el dolo del omitente no sólo vaya dirigido a que el sujeto acceda a la información, sino también a que la utilice en sus operaciones y obtenga ganancias u ocasione pérdidas¹⁰⁴.

102 Así, CALDERÓN SUSÍN, *CuadDJ*, 1996, 242; MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, *Delitos socioeconómicos*, 1996, 215; ROBLEDÓ VILLAR, *Delitos contra el patrimonio*, 1997, 399; HERNÁNDEZ SAINZ, *APen*, 1997, 193; BACIGALUPO, *Uso de información privilegiada*, 1999, 646; GONZÁLEZ RUS, *DP PE*, 2000, 517; *Compendio*, 2000, 517; *DPE PE*, 2005, 603; BAJO FERNÁNDEZ/BACIGALUPO, *DPE*, 2001, 528; RODRÍGUEZ RAMOS, *Lecciones*, 2001, 540; MONTES ÁLVARO, *El delito de información privilegiada*, 2004, 1235; GONZÁLEZ CUSSAC, *DP PE*, 1996, 481, considera que la admisibilidad de la omisión plantea serias dudas; así tb., JERICÓ OJER, *Utilización de información privilegiada*, 2002, 201; GÓMEZ PAVÓN, *ICADE* (42), 1997, p. 255.

103 En este sentido, RUIZ RODRÍGUEZ, *Comentarios*, 2007, 634; LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, en: *Bacigalupo (dir.)*, *Curso*, 2005, 366; EIRANOVA ENCINAS, *Abuso de mercado*, 2005, 646, 647; BAUCCELLS LLADÓS, en: *Córdoba Roda/García Arán (dirs.)*, *Comentarios*, 2004, 1059; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: *Cobo del Rosal (dir.)*, *Comentarios*, 1999, 368, 369; *Relevancia jurídica penal del insider trading*, 2005, 98; MESTRE DELGADO, *DP PE*, 2001, 358; MUÑOZ CONDE, *DP PE*, 2004, 521; MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: *Vives Antón (coord.)*, *Comentarios*, 1996, 1389; *DPE*, 2002, 122; *DPE*, 2005, 302, 303, admite la posibilidad de comisión por omisión siempre que se salve el error gramatical del supuesto de hecho y se describa claramente la conducta típica del suministro; GÓMEZ PAVÓN, *ICADE* (42), 1997, 257, se decanta por aceptar la probabilidad de la comisión por omisión siempre que el iniciado que permite el acceso a la información, lo haga con la intención de que la misma sea utilizada por el receptor en sus operaciones en bolsa. A partir de esta exigencia en el plano subjetivo, la autora concluye que la mera infracción de la posición de garante en el orden administrativo no es suficiente para aplicar la omisión impropia; CALDERÓN SUSÍN, *CuadDJ*, 1996, 242, condiciona el castigo de la omisión impropia siempre que de *lege lata* el tipo castigara la conducta del receptor de la información que hace uso de ella; RUBIO LARA, *Parte especial*, 2006, 84, supedita la aplicación de la comisión por omisión a que el tipo se constituya sobre la infracción de un deber. En la doctrina alemana, WODSAK, *Täuschung des Kapitalmarkts durch Unterlassen*, 2006, 22, admite la posibilidad de apreciar conductas omisivas en la modalidad típica del suministro regulada en el § 38 ap. 2 WpHG; SCHÜNEMANN (*Entrevista concedida en el Institut für die gesamten Strafrechtswissenschaften, Rechtsphilosophie und Rechtsinformatik, con fecha de 5 de julio de 2007*), considera posible la aplicación de supuestos de omisión impropia en la conducta típica del suministro, aunque para ello exige -además de la concurrencia de una posición de garante- la aplicación de un criterio de identidad estructural con la conducta activa. En este ámbito, la versión original del § 38 ap. 2 en correspondencia con el § 14 ap. 1, núm. 2 WpHG alemana, castigaba penalmente a quien suministrase información privilegiada o la hiciera accesible a terceras personas; no obstante, la regulación actual ha suprimido la incriminación penal de tales conductas y, al igual que las recomendaciones basadas en información privilegiada, sólo son acreedoras de sanciones pecuniarias de conformidad con el § 39 ap. 2 núm. 3 WpHG en relación con el § 14 ap. 1 núm. 2 WpHG. En alusión a la incriminación penal del suministro antes de la reforma a la WpHG, *vid.*, PARK, *BB* (41), 2001, 2072. En la doctrina italiana, parece admitir la posibilidad de omisión impropia en el suministro, SANGIOVANNI, *ZStW* (112), 2000, p. 911.

104 Así, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: *Vives Antón (coord.)*, *Comentarios*, 1996, 1389; *DPE*, 2002, 122; *DPE*, 2005, 303; así tb., RUBIO LARA, *Parte especial*, 2006, p. 84.

4. El uso de información privilegiada bursátil: ¿Tipo mixto alternativo o acumulativo?

En atención al número de acciones recogidas en el art. 285 CP, el *insider trading* es un tipo mixto, ya que la descripción de la prohibición contiene dos acciones, esto es, “usar” o “suministrar” información privilegiada, las cuales se presentan como disyuntiva, separadas por la conjunción “o”. La principal consecuencia práctica se produce en materia concursal, ya que se trata de decidir si la concurrencia de ambas conductas supone o no un concurso de delitos, lo que a juicio de Luzón Peña o Sanz Morán es una cuestión de interpretación, más concretamente, de una “interpretación teleológico-valorativa”¹⁰⁵. En mi opinión este criterio de interpretación debe conectarse ineludiblemente con el bien jurídico protegido en las operaciones de iniciados. Así pues, si admitimos que la otra modalidad típica añade mayor desvalor al hecho, entonces habrá que apreciar tantos delitos como conductas, por lo que estaríamos frente a un *tipo mixto acumulativo*; en cambio, si consideramos que es indiferente que se realicen una o ambas modalidades habrá que calificar el delito de uso de información privilegiada como un *tipo mixto alternativo*¹⁰⁶.

En la doctrina española se ha defendido mayoritariamente la consideración del *insider trading* como tipo mixto alternativo¹⁰⁷, frente a quienes –como Martín Pallín o Prieto Del Pino– lo califican de tipo mixto acumulativo, por lo que si además de usar la información en sus operaciones también la suministra a otro, el sujeto iniciado incurrirá en dos delitos en régimen concursal¹⁰⁸.

105 Cfr. LUZÓN PEÑA, en: *Luzón Peña (dir.)*, EPB, 2002, 1201; *Curso*, 1997, 311; SANZ MORÁN, *El concurso de delitos*, 1986, p. 119.

106 Así, en el plano general, MUÑOZ CONDE, *Teoría*, 2007, 64; MUÑOZ CONDE/GARCÍA ARÁN, *DP PG*, 2004, 261; MIR PUIG, *DP PG*, 2004, 229; LANDECHO VELASCO/MOLINA BLÁZQUEZ, *DP PG*, 2004, 281; JESCHECK/WEIGEND, *Tratado (Trad. Olmedo Cardenete)*, 2002, 285; LUZÓN PEÑA, en: *Luzón Peña (dir.)*, EPB, 2002, 1201, 1202; *Curso*, 1997, 311; ROXIN, *DP PG*, 1997, 337; RODRÍGUEZ DEVESA/ SERRANO GÓMEZ, *DP PG*, 1995, 422; SANZ MORÁN, *El concurso de delitos*, 1986, 118; RODRÍGUEZ MOURULLO, *DP PG*, 1978, pp. 274-275.

107 En este sentido, GONZÁLEZ RUS, *Curso*, 1996, 820; *DP Pe*, 2000, 517; *Pe*, 2005, 603; MORENO CÁNOVES/RUIZ MARCO, *Delitos socioeconómicos*, 1996, 214; CALDERÓN SUSÍN, *CuadDJ*, 1996, 240; GÓMEZ PAVÓN, *JCADE* (42), 1997, 253; BENÍTEZ ORTÚZAR, en: *Cobo del Rosal (dir.)*, *Comentarios*, 1999, 364; *Relevancia jurídica penal del insider trading*, 2005, 95; JERICÓ OJER, Utilización de información privilegiada, 2002, 199; FERRADIS CIPRIÁN/MARTÍNEZ GARAY, *EPCR*, 2003, 141; EIRANOVA ENCINAS, *Abuso de mercado*, 2005, 646. Así, refiriéndose a la regulación del *insider trading* en el PCP/1994, FARALDO CABANA, *EPCR*, 1995, pp. 111, 113.

108 Así, MARTÍN PALLÍN, *CuadDJ* (14), 1997, 151; HERNÁNDEZ SAINZ, *APen*, 1997, 189; PRIETO DEL PINO, Uso de información privilegiada, 2004, pp. 379, 381, 382, admite la existencia de una ley mixta acumulativa, por entender que el suministro de información supone la tipificación autónoma de la cooperación necesaria de un iniciado-*intraneus* en el uso de información privilegiada ejecutado por un *extraneus*. Por su parte, MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, en: *Vives Antón (coord.)*, *Comentarios*, 1996, 1389, 1390; *DPE*, 2005, 303; *DPE*, 2002, p. 122, sostiene que de *lege lata* no es que haya un tipo mixto alternativo, sino que en realidad sólo se castiga una conducta, pero de *lege ferenda* defiende el establecimiento de un tipo mixto acumulativo.

A nuestro juicio, el *insider trading* está configurado como un tipo mixto acumulativo, de manera que si el iniciado usa y suministra la información privilegiada habrá que aplicar un concurso de delitos, ya que la concurrencia de ambas conductas añade un mayor desvalor al hecho. Así, mientras la conducta típica del uso abarca el desvalor que implica la realización de operaciones propias con información relevante, el suministro abarca no sólo la infracción del deber de sigilo, sino también el hecho de involucrar a terceras personas en prácticas perjudiciales para el mercado de valores, con el consiguiente incremento del riesgo que se produce cuando el receptor de la información la suministra a su vez a más personas (supuestos de transmisión en cadena).

Bibliografía

- ACHENBACH, HANS, „Aus der 2003/2004 veröffentlichten Rechtsprechung zum Wirtschaftsstrafrecht“, in: *NStZ (10)*, 2004, pp. 549-554.
- ALTENHAIN, KARSTEN, “Strafvorschriften (§ 38)”, in: *Kölner Kommentare zum Unternehmens und Gesellschaftsrecht, Kölner Kommentar zum WpHG, Carl Heymanns Verlag, Köln-Berlin-München*, 2007, pp. 2449-2517.
- ARÁUZ ULLOA, MANUEL, *El delito de omisión del deber de socorro. Aspectos fundamentales*, Valencia, tirant lo blanch, 2006.
- ARROYO ZAPATERO, LUIS, “El abuso de información privilegiada en el Derecho español vigente y en el proyecto de Código penal”, en: *Hacia un Derecho Penal Económico Europeo*, Jornadas en honor del Prof. K. Tiedemann, Madrid, 1995, pp. 45- 61.
- ASSMANN, HEINZ-DIETER ET AL, *Wertpapierhandelsgesetz Kommentar (§§ 13, 14), 4. neu bearbeitete und erweiterte Auflage, Verlag Dr. Otto Schmidt, Köln*, 2006.
- ASSMANN, HEINZ-DIETER ET AL, “Insiderrecht und Kreditwirtschaft. Rechtsanwendungsprobleme des Insiderrechts in bezug auf die Organisation und die Geschäfte von Kreditinstituten”, in: *WM (30)*, 1996, pp. 1337-1356.
- ASSMANN, HEINZ-DIETER ET AL, “Das neue deutsche Insiderrecht”, in: *ZGR (3)*, 1994, pp. 494-529.
- BAJO FERNÁNDEZ, MIGUEL/ BACIGALUPO, SILVINA, *Derecho Penal Económico*, Madrid, Ramón Areces, 2001, pp. 515- 533.
- BAJO FERNÁNDEZ, MIGUEL, “voz “Uso de información privilegiada””, en: *Diccionario de Derecho Penal Económico*, BOIX REIG, JAVIER (dir.)/ LLORIA GARCÍA, PAZ (coord.), Madrid, lustel, 2008, pp. 883-889.
- BAUCELLS LLADÓS, JOAN, “Delitos contra el patrimonio y el orden socioeconómico. Comentario al art. 285” en: *Comentarios al Código Penal. Parte Especial*, CÓRDOBA RODA, JUAN/ GARCÍA ARÁN, MERCEDES ET AL, Tomo I, Madrid – Barcelona, Marcial Pons, 2004, pp. 1054-1062.

- BERGMANN, MARIO/ DREES, SUSANNE, "Das neue Insiderstrafrecht des WpHG und seine Durchsetzbarkeit in der Praxis", in: *StraFo (Strafverteidiger Forum)*, 2005, pp. 364-370.
- BENITEZ ORTÚZAR, IGNACIO FRANCISCO, "El uso de información relevante en el mercado de valores. Relevancia jurídico penal del insider trading", en: *Estudios Penales en homenaje al Profesor Cobo del Rosal*, 2005, pp. 81-103.
- BÜRGERS, TOBIAS, "Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz", in: *BKR (11)*, 2004, pp. 424-432.
- CAHN, ANDREAS, "Grenzen des Markt- und Anlegerschutzes durch das WpHG", in: *ZHR (162)*, 1998, pp. 1-50.
- CALDERÓN SUSÍN, EDUARDO, "El abuso de información privilegiada en el mercado de valores", en: *Delitos socioeconómicos en el Nuevo Código Penal*, Madrid, CuadDJ, Consejo General del Poder Judicial, 1996, pp. 210- 260.
- CASTRO MORENO, ABRAHAM/OTERO GONZÁLEZ, MARÍA DEL PILAR, *El abuso de información privilegiada en la función pública*, Valencia, tirant lo blanch, 2007.
- CLAUSSEN, CARSTEN, "Das neue Insiderrecht", in: *DB (1)*, 1994, pp. 27- 31.
- CLAUSSEN, CARSTEN, "Neues zur kommenden Insidergesetzgebung (II)", in: *ZBB (4)*, 1992, pp. 267- 283.
- CRAMER, PETER, "Strafbarkeit der Ausnutzung und Weitergabe von Insiderinformationen nach dem Recht der Bundesrepublik Deutschland", in: *Festschrift für Otto Triffterer zum 65. Geburtstag*, Wien, 1996, pp. 323-341.
- CRAMER, PETER, #Strafrechtliche Probleme des Insiderhandelsverbots, insbesondere Beihilfe zur fremden Insider-Straftat#, in: *AG*, 1997, pp. 59-62.
- DIEKMANN, HANS/ SUSTMANN, MARCO, "Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG)", in: *NZG (20)*, 2004, pp. 929-939.
- DIERLAMM, ALFRED, "Das neue Insiderstrafrecht", in: *NStZ (11)*, 1996, 519-522.
- DINGELDEY, THOMAS, *Insider-Handel und Strafrecht*, 1983.
- ENGEL, RONALD, "Das neue deutsche Insiderrecht", in: *JA (6)*, 1996, pp. 510-517.
- ENTRENA RUÍZ, DANIEL, *El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: un estudio de su régimen administrativo sancionador*, Madrid, Civitas, S.L, 2006.
- ESTEVEAN DE QUESADA, CARMEN, "El problema del insider trading. Materiales para la reflexión", en: *RGD*, Año LII, No. 615, diciembre 1995, pp. 13441- 13474.
- FARALDO CABANA, PATRICIA, "Algunos aspectos del delito de uso de información reservada en el mercado de valores en el mercado de valores en el Proyecto de Código penal de 1994", en: *EPCR*, XVIII, 1995, pp. 45-121.
- FERRADIS CIPRIÁN, DANIEL/MARTÍNEZ GARAY, LUCÍA, "Tratamiento penal del abuso de información privilegiada en el mercado financiero", en: *EPCR*, 2003, XXIII, pp. 99-174.

- FLEISCHER, HOLGER, "Scalping zwischen Insiderdelikt und Kursmanipulation", in: *DB (1/2)*, 2004, pp. 51-55.
- FROMM-RUSSENSCHUCK/BANERJEA, *BB*, 2004, 2426 ss.
- GARCÍA VALDÉS, CARLOS/FIGUEROA NAVARRO, "Carmen, voz "alteración de precios y delitos relativos al mercado y a los consumidores"", en: *EPB*, LUZÓN PEÑA (Dir), Comares, Granada, 2002, pp. 56-59.
- GÓMEZ INIESTA, DIEGO, *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid, McGraw Hill, 1997.
- GONZÁLEZ CUSSAC, JOSÉ LUIS, "El abuso de información privilegiada", en: *CPC*, No. 37, 1989, pp. 119- 153.
- GÓMEZ PAVÓN, PILAR, "El delito de información privilegiada", en: *ICADE* (Ejemplar dedicado a: Derecho Penal), No. 42, 1997, pp. 245-259.
- GROTHAUS, ACHIM, „Reform des Insiderrechts: Großer Aufwand – viel Rechtsunsicherheit – wenig Nutzen?“, in: *ZBB (1)*, 2005, pp. 62-68.
- GRUNDMANN, WOLFGANG, "Neuregelung des Insiderhandels- Verbots in Deutschland", in: *ZKW*, 1992, pp. 12-16.
- GRUNEWALD, BARBARA, "Neue Regeln zum Insiderhandel", in: *ZBB (3)*, 1990, pp. 128-133.
- HAMMEN, HORST, "Pakethandel und Insiderhandelsverbot", in: *WM (36)*, 2004, pp. 1753-1760.
- HASSELBACH, *NZG (20)*, 2004, 1087 ss.
- HERNANDO CEBRIÁ, *La revisión legal ("legal due diligence") en el derecho mercantil*, Granada, Comares, 2008, 7-9.
- HEMELING, PETER, "Gesellschaftsrechtliche Frage der Due Diligence beim Unternehmenskauf", in: *ZHR (169)*, 2005, pp. 274-294.
- HERNÁNDEZ SAINZ, ESTHER, *El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*, Civitas, 2007.
- HERNÁNDEZ SAINZ, ESTHER, "La nueva regulación penal de los abusos de formación privilegiada", en: *APen*, No. 9, 1997, pp. 173-216.
- HIENZSCH, ANDRÉ, *Das deutsche insiderhandelsverbot in der Rechtswirklichkeit. Eine empirische Studie*, Nomos, Baden-Baden, 2006.
- HOPT, KLAUS, "Übernahmen, Geheimhaltung und Interessenkonflikte: Probleme für Vorstände, Aufsichtsräte und Banken", in: *ZGR*, 2002, 333-376.
- HURTADO POZO, JOSÉ, "Der Mißbrauch von Insider-Informationen im schweizerischen Strafgesetzbuch", in: *Bausteine des europäischen Wirtschaftsstrafrechts, Madrid-Symposium für Klaus Tiedemann, Herausgegeben von Bernd Shünemann/ Carlos Suárez González*, München, 1994, pp. 407-427.

- IMMENGA, FRANK, "Das neue Insiderrecht im Wertpapierhandelsgesetz", in: *ZBB (2)*, RWS Verlag, Kommunikationsforum GmbH-Köln, 1995, pp. 197-206.
- JERICÓ OJER, LETICIA, "Utilización de información privilegiada en el ámbito del mercado de valores", en: CORCOY BIDASOLO (Dir.), *Derecho Penal de la Empresa*, Pamplona, Universidad Pública de Navarra, D.L., 2002, pp. 178-208.
- JORNADA DE POZAS, LUIS, "Comentario al art. 285", en: *Código Penal, Doctrina y Jurisprudencia, Tomo II (artículos 138 a 385)*, Pumpido Ferreiro, Cándido (Dir), Madrid, trivium, 1997, pp. 2990-2995.
- JULIÁN, "La revisión del negocio, diligencia debida o Due Diligence, en procesos de fusiones y adquisiciones", en: *Mascareñas Pérez-Íñigo (coord.)*, 2004, 421 ss.
- KOCH, STEFAN, "Neuerungen im Insiderrecht und der Ad-hoc-Publizität", in: *DB (5)*, 2005, pp. 267-274.
- KOHLMANN, GÜNTER, "Das Strafrecht – wirksame Waffe gegen den Insiderhandel?", in: *Festschrift für Ralf Vieregge*, Berlín, W de G, 1995, pp. 443-458.
- KUDLICH, HANS/NOLTENSMEIER, SILKE, "Die Anordnung des Verfalls bei verbotenen Insiderhandel nach § 38 i.V.m § 14 WpHG", in: *Wistra*, 4, 2007, pp. 121-127.
- KÜMPEL, SIEGFRIED, "Insiderrecht und Ad hoc-Publizität aus Bankenrecht", in: *WM (15)*, 1996, pp. 653-700.
- LENENBACH, MARKUS, Scalping: "Insiderdelikt oder Kursmanipulation?", in: *ZIP*, RWS Verlag, Kommunikationsforum GmbH-Köln, 2003, pp. 243-247.
- LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, JACOBO, "Información privilegiada en operaciones del mercado de valores", en: *El abuso de información privilegiada*, en: *Curso de Derecho Penal Económico*, 2ª ed., BACIGALUPO (Dir.), Madrid – Barcelona, Marcial Pons, 2005, pp. 335- 368.
- LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, JACOBO, "El <<insider trading>>", en: *ADPCP*, 1993, pp. 1031-1060.
- LÜCKER, VOLKER, *Der Straftatbestand des Missbrauchs von Insiderinformationen nach dem Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)*, 1998.
- LUZÓN CÁNOVAS, ALEJANDRO, "El resultado en el delito de abuso de información privilegiada", en: *Sentencias de TSJ y AP y otros Tribunales núm. 19/2004*, Aranzadi, 2005.
- LUZÓN CUESTA, JOSÉ MARÍA, *Compendio de Derecho Penal. Parte Especial*, 13ª ed., 8ª ed., conforme al Código Penal de 1995, Madrid, Dykinson, 2005.
- LUZÓN PEÑA, DIEGO-MANUEL/ROSO CAÑADILLAS, RAQUEL, "voz "Administración desleal"", en: *Diccionario de Derecho Penal Económico*, BOIX REIG (Dir.), Madrid, lustel, 2008, pp. 29-68.
- LUZÓN PEÑA, DIEGO-MANUEL/ROSO CAÑADILLAS, RAQUEL, "voz "Concurso entre apropiación indebida y administración desleal"", en: *Diccionario de Derecho Penal Económico*, BOIX REIG (Dir.), Madrid, 2008, lustel, pp. 181-203.

- MARTÍNEZ FLÓREZ, AURORA, "El "Status quaestionis" sobre el "insider trading" en el Derecho Federal de los Estados Unidos", en: *RDM*, No. 202, Madrid, 1991, pp. 797- 839.
- MARTÍN PALLÍN, JOSÉ ANTONIO, "Uso de información relevante para la cotización en mercado de valores", en: *CuadDJ (delitos relativos a la propiedad industrial, al mercado y a los consumidores)*, CGPJ, No. 14, Madrid, 1997, pp. 145-168.
- MESTRE DELGADO, ESTEBAN, "El uso de información privilegiada en los mercados de valores", en: *Derecho Penal. Parte Especial*, LAMARCA PÉREZ (Coord), Madrid, Colex, 2008, pp. 373-379.
- MÖLLER, ANDREAS, "Das neue Insiderrecht – Eckpfeiler funktionsfähiger Wertpapiermärkte", in: *BFuP*, 1994, pp. 99-113.
- MORENO CÁNOVES, ANTONIO/RUIZ MARCO, FRANCISCO, *Delitos socioeconómicos. Comentarios a los arts. 262, 270 a 310 del nuevo Código penal (concordados y con jurisprudencia)*, Zaragoza, Edijus, 1996.
- MÜHLBAUER, TILO, "Zur Einordnung des "Scalping" durch Anlageberater als Insiderhandel nach dem WpHG", in: *Wistra (5)*, 2003, pp. 169-173.
- PAWLIK, CHRISTIAN, "Verbot von Insidergeschäften (§ 14)", in: *Kölner Kommentare zum Unternehmens und Gesellschaftsrecht, Kölner Kommentar zum WpHG*, Carl Heymanns Verlag, Köln-Berlin-München, 2007, pp. 396-428.
- PELTZER, ZIP, 1994, 746 ss.
- PETERSEN, HARALD, "Die Strafbarkeit des "Scalping"", in: *Wistra (9)*, 1999, 328-333.
- PUNTE ABA, LUZ MARÍA/PERNAS GARCÍA, JUAN JOSÉ, "La represión de los ilícitos penales y administrativos en el mercado de valores: el abuso de la información privilegiada", en: *Anuario euro-peruano de derecho del comercio*, No. 1, 2004, pp. 345-370.
- PRIETO DEL PINO, ANA MARÍA, "Uso de información privilegiada en el mercado de valores", en: *Boletín de Información del Ministerio de Justicia (Ejemplar dedicado a: la armonización del derecho penal español: una evaluación legislativa)*, Año 60, No. 2015, 2006, pp. 168-180.
- PRIETO DEL PINO, ANA MARÍA, *El Derecho penal ante el uso de información privilegiada en el mercado de valores*, Aranzadi, 2004.
- RODRÍGUEZ MOURULLO, GONZALO, "La criminalización del uso de información privilegiada entre el sí y el no", en: *Anales de la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación*, No. 37, 2007, pp. 595-613.
- RODRÍGUEZ MOURULLO, GONZALO, "La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores ante el Derecho penal", en: *Nuevas formas de delincuencia*, PJ, núm. especial IX, Madrid, 1988, pp. 237- 250.
- RUBIO LARA, PEDRO ÁNGEL, *Parte especial del Derecho penal económico español (una aproximación al estado de la cuestión en la doctrina y jurisprudencia españolas)*, Madrid, Dykinson, 2006.

- RUIZ RODRÍGUEZ, LUIS RAMÓN, "Comentario al art. 285", en: ARROYO ZAPATERO, LUIS/ BERDUGO GÓMEZ DE LA TORRE, IGNACIO/ FERRÉ OLIVÉ, JUAN CARLOS/ GARCÍA RIVAS, NICOLÁS/ SERRANO PIEDECASAS, JOSÉ RAMÓN/ TERRADILLOS BASOCO, JUAN MARÍA (dirs.), *Comentarios al Código Penal*, Madrid, Iustel, 2007, pp. 632-634.
- RUIZ RODRÍGUEZ, LUIS RAMÓN, "Protección penal del mercado de valores. Recientes influencias de la jurisdicción administrativa", en: *Sistema penal de protección del mercado y de los consumidores. Actas del II Seminario Internacional de Derecho penal económico*, Valencia, tirant lo blanch, 2002, pp. 115-155.
- RUIZ RODRÍGUEZ, LUIS RAMÓN, "El delito bursátil a la luz de la Ley 37/ 1998, de Reforma del Mercado de Valores", en: *El Nuevo Derecho penal español. Estudios penales en memoria del Profesor José Manuel Valle Muñiz*, QUINTERO OLIVARES/ MORALES PRATS (Coord), Pamplona, Aranzadi, 2001.
- RUIZ RODRÍGUEZ, LUIS RAMÓN, *Protección penal del mercado de valores (Infidelidades en la gestión de patrimonios)*, Valencia, tirant lo blanch, 1997.
- SÁNCHEZ GUILARTE, JUAN/TAPIA HERMIDA, ALBERTO, "El abuso de información privilegiada ("insider trading") y operaciones de iniciados)", en: *RDBB*, No. 28, 1987, pp. 751- 789.
- SANGIOVANNI, VALERIO, "Das neue italienische Insiderrecht", in: *ZStW*, 112, 2000, pp. 905-919.
- SANGIOVANNI, VALERIO, "Insiderhandel und Kursmanipulation: Verfahrensrechtliche Besonderheiten im neuen italienischen Recht", in: *Wistra*, 2000, pp. 171-176.
- SUÁREZ GONZÁLEZ, CARLOS, *Abuso de información privilegiada, en: Compendio de Derecho Penal (Parte Especial), Volumen II, BAJO FERNÁNDEZ, MIGUEL ET AL, Colección Ceura*, Madrid, Ramón Areces, 1998, pp. 551-556.
- SCHNEIDER, UWE/BURGARD, ULRICH, "Scalping als Insiderstraftat", in: *ZIP (10)*, 1999, pp. 381-380.
- SCHNEIDER, INGO, "Unternehmenserwerb mit Informationen aus einer Due Diligence kein strafbarer Insiderhandel", in: *DB (49)*, 2005, pp. 2678-2681.
- SCHRÖDER, *NJW (44)*, 1994, pp. 2880 ss.
- TRAPERO BARREALES, MARÍA A., "La participación omisiva en el delito de abusos sexuales: ¿la guarda de hecho como posible fundamento de la posición de garante? Comentario a la Sentencia del Tribunal Supremo de 9 de octubre de 2000", en: *Anuario de la Facultad de Derecho de Ourense*, No. 1, 2003, pp. 449-476.
- VALENZUELA GARACH, FERNANDO/PEINADO GRACIA, JUAN IGNACIO, "La utilización abusiva de informaciones confidenciales y privilegiadas en los mercados de valores. Especial consideración de las disciplinas CEE y española", en: *Noticias/ C.E.E.*, No. 81, Año II, 1991, pp. 11-47.

- VALLE MUÑIZ, JOSÉ MANUEL/MORALES PRATS, FERMÍN, "Comentario al art. 285 CP", en: QUINTERO OLIVARES (dir.)/MORALES PRATS (coord.), *Comentarios a la Parte Especial del Derecho Penal*, 7ª ed., Navarra, Thompson, 2008, pp. 858-871.
- VOGEL, JOACHIM, "Scalping als Kurs- und Marktpreismanipulation. Besprechung von BGH, Urteil vom 6.11.2003 – 1 StR 24/03", in: *NStZ (5)*, 2004, pp. 252-256.
- VOLK, KLAUS, Die Strafbarkeit von Absichten im Insiderhandelsrecht, in: *BB*, 1999, pp. 66-71.
- VOLK, KLAUS, "Strafrecht gegen Insider?", in: *ZHR*, 1978, pp. 1-18.
- WEBER, MARTIN, "Scalping – Erfindung und Folgen eines Insiderdelikts", in: *NJW*, 2000, pp. 562-564.
- WEBER, MARTIN, "Kursmanipulationen am Wertpapiermarkt", in: *NZG*, 2000, pp. 113-129.
- WODSAK, JOHANNES, *Täuschung des Kapitalmarkts durch Unterlassen. Die Strafbarkeit der unterlassenen Mitteilung einer Verschlechterung der Geschäftsentwicklung bei börsennotierten Aktiengesellschaften*, Nomos, 2006.
- ZIEMONS, *NZG (20)*, 2004, 537 ss.