

**UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR
FACULTAD DE JURISPRUDENCIA Y CIENCIAS SOCIALES
ESCUELA DE CIENCIAS JURIDICAS
UNIDAD DE ESTUDIOS DE POSGRADO
MAESTRÍA EN DERECHO PENAL ECONÓMICO**



**TEMA DE INVESTIGACIÓN:
LA PROTECCIÓN JURÍDICO PENAL ANTE EL ABUSO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN
EL MERCADO DE CAPITALES DE EL SALVADOR.**

**TRABAJO DE INVESTIGACIÓN PARA OPTAR AL GRADO DE MAESTRO EN DERECHO PENAL
ECONÓMICO**

**PRESENTADO POR:
NELSON ISAAC SALAZAR MONTANO**

**ASESOR DE TESIS:
MSC. RICARDO ALBERTO MIRANDA MIRANDA**

CIUDAD UNIVERSITARIA, NOVIEMBRE DE 2025

MIEMBROS DEL TRIBUNAL CALIFICADOR

DR. REYNALDO GONZÁLEZ

PRESIDENTE

MSC. LILI VERÓNICA GARCÍA ERAZO

SECRETARIA

MSC. RICARDO ALBERTO MIRANDA MIRANDA

VOCAL

AUTORIDADES UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR

**M.S.C. JUAN ROSA QUINTANILLA
RECTOR**

**DRA. EVELYN BEATRIZ FARFÁN
VICERRECTORA ACADEMICA**

**M.S.C. ROGER ARIAS
VICERRECTOR ADMINISTRATIVO**

**LIC. PEDRO ROSALÍO ESCOBAR CASTANEDA
SECRETARIO GENERAL**

AUTORIDADES

FACULTAD DE JURISPRUDENCIA Y CIENCIAS SOCIALES

**M.S.C. HUGO DAGOBERTO PINEDA ARGUETA.
DECANO**

**M.S.C ÓSCAR MAURICIO DUARTE GRANADOS.
VICEDECANO**

**M.S.C. DIGNA REINA CONTRERAS DE CORNEJO
SECRETARIA**

**LIC. DAVID OMAR MOLINA ZEPEDA
DIRECTOR DE ESCUEA**

**MSC. DIANA DEL CARMEN MERINO DE SORTO
DIRECTORA GENERAL DE PROCESOS DE GRADUACION**

**DR. JOSÉ HUMBERTO MORALES
COORDINADOR DE LA UNIDAD DE ESTUDIOS DE POSGRADO**

DECICATORIA Y AGRADECIMIENTOS

A DIOS: Por su infinito amor, por estar conmigo a cada paso, por permitirme culminar una meta más de superación personal. Por ser la fuerza que mueve mi vida.

A mi Papá: por su inmenso amor y por enseñarme que con los retos más difíciles de la vida vienen las mayores recompensas.

A mi Mamá: Por su inigualable amor, por enseñarme siempre a perseverar y nunca darme por vencido.

A la Universidad: por el cálido y afable abrazo que medio desde el primer día, al recibirme y formarme como profesional.

A mi asesor de Tesis: por su apoyo y dedicación brindados en la noble labor de investigación científica.

ÍNDICE

SIGLAS Y ABREVIATURAS	i
INTRODUCCIÓN	ii
CAPÍTULO I:	1
EL BIEN JURÍDICO TUTELADO MEDIANTE LA CRIMINALIZACIÓN DEL ABUSO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL MERCADO DE CAPITALES.....	1
1. Consideraciones Preliminares.	1
1.1. El Sistema Financiero.	1
1.2. Importancia y funciones del Sistema Financiero.....	10
1.3. Funcionamiento del Mercado de Valores.....	12
2. La protección del mercado de capitales ante el abuso de información privilegiada.	17
2.1. Definición de información privilegiada en el ámbito bursátil.....	18
2.2. Características de la información privilegiada.....	20
2.3. Protección del Mercado de Valores salvadoreño ante prácticas que constituyan una alteración o distorsión de su normal funcionamiento.....	21
3. Bien jurídico protegido mediante la criminalización del delito de abuso de información privilegiada. .	30
3.1. Modelos de protección en torno al bien jurídico tutelado mediante la criminalización del insider trading.....	30
4. Toma de posición entorno al bien jurídico protegido.	52
CAPÍTULO II.....	56
ANÁLISIS DOGMÁTICO DE LAS CONDUCTAS TÍPICAS MERECEDORAS DEL REPROCHE PENAL POR CONSTITUIR ABUSO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA.....	56
1. El surgimiento del delito de abuso de información privilegiada.	56
2. Elementos del Tipo Objetivo.....	58
2.1. Tipo Penal de Elementos Normativos.....	58
2.2. Objeto Material.....	61
2.3. Sujeto activo del delito.	84
2.4. Sujeto pasivo del delito.	92
2.5. El Abuso de Información Privilegiada como delito lesión y de resultado: la existencia de beneficio o daño para la consumación del delito.	93
3. Elementos del Tipo Subjetivo.	99
3.1. Análisis del Dolo.	99
4. Tipologías y modalidades del delito de información privilegiada.	101
4.1. Recomendación para abusar de información privilegiada en transacciones bursátiles.	101
4.2. Insider no Trading.	103
4.3. Abuso de información privilegiada por Autoridad o Funcionario Público.	104

4.4.	Comisión por Omisión.....	105
4.5.	Supuestos agravados.....	106
4.6.	El delito de Revelación de Información Privilegiada,	106
CAPÍTULO III.....		108
BENEFICIOS PARA EL MERCADO DE CAPITALES NACIONAL AL ADOPTAR UNA POLÍTICA CRIMINAL Y UNA NORMATIVA PENAL QUE GIRE EN TORNO A LA PREVENCIÓN Y SANCIÓN DEL ABUSO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL MERCADO DE VALORES.....		108
1.	Breve esbozo histórico de las recientes defraudaciones al Sistema Financiero de El Salvador.	108
2.	Valoración político criminal respecto a la criminalización del abuso de información privilegiada.	113
2.1.	Posturas en contra de la criminalización del delito de abuso de información privilegiada.	114
2.2.	Posturas en favor de la criminalización del delito de abuso de información privilegiada.	119
3.	Refuerzo de la protección penal existente del mercado bursátil salvadoreño para prevenir eventuales riesgos de fraude y manipulación del mercado.	128
4.	Complementariedad de la Protección Penal y Administrativa del Mercado de Valores.....	135
4.1.	La problemática relativa al Non Bis In Ídem.....	137
5.	Beneficios ante la adopción de una política criminal y marco normativo tendiente a la prevención y sanción de delitos que atentan contra el mercado de capitales como forma de generar confianza y atraer inversión en el sistema financiero salvadoreño.	140
5.1.	La confianza de los inversionistas como incentivo para el incremento de la inversión en El Salvador.....	141
5.2.	Eficiencia y crecimiento de la economía pública del país.	142
5.3.	Reducción de la volatilidad.	143
5.4.	Prevención de eventuales riesgos para la economía.....	145
6.	Mecanismos de detección de operaciones bursátiles efectuadas con información privilegiada.....	146
7.	El impacto de las nuevas tecnologías.....	147
8.	Propuesta de <i>lege ferenda</i> y valoración de la técnica de tipificación.....	148
8.1.	Comportamientos que deben ser sancionados.....	149
8.2.	Destinatarios de la prohibición penal de negociar con información privilegiada.	151
8.3.	Valoración en cuanto a las condiciones objetivas de punibilidad.....	155
8.4.	Valoración en cuanto a la pena.....	156
CONCLUSIONES		158
RECOMENDACIONES.....		161
BIBLIOGRAFÍA.....		163

SIGLAS Y ABREVIATURAS

ART	Artículo.
BCR	Banco Central de Reserva.
BOLPROS	Bolsa de Productos y Servicios.
BV	Bolsa de Valores.
CN	Constitución de la República.
CORSAIN	Corporación Salvadoreña de Inversión.
COSAVI	Asociación Cooperativa Santa Victoria, de Responsabilidad Limitada.
COM	Código de Comercio.
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores.
CP	Código Penal.
CPP	Código Procesal Penal.
FDA	Administración de Alimentos y Medicamentos de los Estados Unidos
FGR	Fiscalía General de la República.
FOSAFFI	Fondo de Saneamiento y Fortalecimiento Financiero.
FOREX	Foreign Exchange (intercambio de Divisas).
INSA	Instituto Salvadoreño de Fomento Industrial.
INSAFOCOOP	Instituto Salvadoreño de Fomento Cooperativo.
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores.
LAEVC	Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta.
LB	Ley de Bancos.
LBPS	Ley de Bolsas de Productos y Servicios.
LEAD	Ley de Emisión de Activos Digitales.
LEPCSA	Ley Especial para la Prevención, Control y Sanción del Lavado de Activos, Financiamiento del Terrorismo y Financiamiento de la Proliferación de Armas de Destrucción Masiva.
LECDIC	Ley Especial Contra Delitos Informáticos y Conexos.
LEEDABODI	Ley Especial de Extinción de Dominio y de la Administración de Bienes de Origen o Destinación Ilícita.
LFI	Ley de Fondos de Inversión.
LMV	Ley del Mercado de Valores.
LOBCR	Ley Orgánica del Banco Central de Reserva.
LOSSF	Ley Orgánica de la Superintendencia del Sistema Financiero.
LSRSF	Ley de Supervisión y Regulación del Sistema Financiero.
LTA	Ley de Titularización de Activos.
SSF	Superintendencia del Sistema Financiero.
PAG	Página.
MMoU	Memorándum Multilateral de Entendimiento de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO).
TRLMV	Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (España).
US\$	Dólares de los Estados Unidos de América.

INTRODUCCIÓN

El presente trabajo de investigación gira en torno al tema de LA PROTECCIÓN JURÍDICO PENAL ANTE EL ABUSO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL MERCADO DE CAPITALES DE EL SALVADOR. Un delito relativamente reciente en la mayoría de legislaciones que se han dado a la tarea de adoptar un marco normativo orientado a su criminalización, particularmente en las legislaciones de los países miembros de la Unión Europea, quienes a partir de la creación del nuevo Reglamento de Abusos de Mercado (RAM o MAR por sus siglas en inglés)¹ y la nueva Directiva Sobre Abuso de Mercado² (DAM) se han visto obligados a armonizar su derecho interno al derecho comunitario. En Europa el reconocimiento de estas prácticas y su punición viene desde hace un par de décadas atrás, aunque en la mayoría de casos, desde el derecho administrativo sancionador como es el caso de Francia que regula el abuso de información privilegiada desde la *Ordonnance* de 1967, Suiza (1980), Gran Bretaña (*Companies Act* de 1980), España (Ley 24/ 1988 del Mercado de Valores), Italia (Ley Nº 157 de 1991, Dec. Leg. Nº 58/1998), Alemania (*Zweites Finanzmarktforderungsgesetz* de 1994), Irlanda (*Companies Act* de 1990) y Suecia (*Insider Trading Act* de 1991)³.

Así pues, fue Francia la que primero adoptó la prohibición desde el orden penal contra las prácticas que calificaron como “*delits des inities*” (delitos de iniciados) mediante la Ordenanza de 28 de septiembre de 1967, modificada posteriormente por la Ley 70-1208, de 23 de diciembre de 1970, que castigaba con pena de prisión de dos meses a dos años y con multa de 5.000 millones de francos, o bien el cuádruple de la suma eventualmente generada como beneficio.

No obstante, la identificación de estas prácticas que entran en la categoría genérica de abusos de mercado, tiene su origen el derecho estadounidense que después de un siglo de tratamiento, regulación y punición de este tipo de comportamiento a los que han denominado “*Insider Trading*”, se han convertido en los máximos exponentes y expertos en la materia. Justamente las primera regulaciones entorno a la prohibición del *Insider Trading* se presentaron en Estados Unidos, que movidos por la crisis financiera de 1929, consideraron necesario proteger sus mercados ante prácticas que pudieran perjudicar su mercado bursátil, dando paso a la creación de la *Securities Act de 1933* y la *Securities Exchange Act de 1934*, convirtiéndose en el primer país del mundo en proteger su mercado de valores ante las prácticas que comporten las negociaciones en Bolsa al amparo de información privilegiada. Siendo que, conforme a la *Securities Exchange Act de 1934*, en Estados Unidos, la supervisión del sistema bursátil quedó encomendada a la Securities and Exchange Commission (SEC), que vela por el buen funcionamiento e interpreta las normas bursátiles en el ámbito administrativo.

¹ Reglamento (UE) Nº 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado) y por el que se derogan la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión.

² Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado (Directiva sobre abuso de mercado).

³ Dino Carlos Caro Coria, Luis Miguel Reyna Alfaro y James Reategui Sánchez, Derecho Penal Económico Parte Especial, Tomo II (Lima.: Jurista Editores, 2016), 265.

En España, ordenamiento jurídico modelo en la presente investigación, la primera regulación en el orden penal del delito de abuso de información privilegiada se incluyó con el Código Penal de 1995, específicamente en el art.285, el cual atravesó una reforma muy significativa y afortunada (desde la perspectiva de un gran sector de la doctrina) en el año 2019, definiendo con mucha precisión los elementos constitutivos del tipo.

En Hispanoamérica el panorama no ha sido el mismo, como bien cabría de esperarse dadas las interminables diferencia y factores que concurren en los diferentes sistemas financieros de nuestros países con economías y mercados financieros aun emergentes. De ahí que, los únicos países que han adoptado un marco normativo desde el orden del derecho penal en contra de las prácticas de abuso de información privilegiada son Costa Rica, Colombia, Chile y Perú. Lo que no significa que a nivel del derecho administrativo sancionador no se establezcan las prohibiciones y sanciones correspondientes. Por su parte, Brasil ha sabido recoger ejemplarmente las prácticas de abuso de información privilegiada tanto a nivel del derecho administrativo sancionador como en la regulación de orden penal y, más aún, habiendo procesado un número significativo de casos relacionados con las prácticas de los iniciados.

Existe, por tanto, una creencia generalizada en la región, que por las características de nuestros mercados (aun emergentes), por los volúmenes de capital que se manejan y por el tipo y forma de llevarse a cabo las transacciones en las Bolsas de Valores no es necesaria la protección desde el derecho penal frente a las prácticas que conlleven al abuso del mercado. Incluso, en los países desarrollados persiste la discusión sobre la necesidad de criminalizar el uso de información privilegiada o tender a su despenalización.

Sin embargo, en la actualidad el mercado de valores juega un rol fundamental en la economía de los Estados, pues permite lograr el financiamiento de los sectores productivos de la sociedad e, inclusive, del mismo Estado. En Salvador, solo al cierre del mes de octubre del corriente año 2025 se habían transado en la Bolsa de Valores cinco mil ciento cuarenta y tres millones novecientos sesenta y tres mil trescientos cincuenta y dos dólares estadounidenses (US\$ 5,143,963,352.46) en el mercado de valores local, mientras que en el Mercado Integrado El Salvador/Panamá se habían transado doscientos cincuenta y cinco millones ochocientos noventa y ocho mil ciento setenta y dos dólares estadounidenses (US\$ 255,898,172.26)⁴. Una cantidad impresionante de dinero, sobre todo si consideramos que el producto interno bruto de El Salvador para el año 2024 fue de 35.36 mil millones de dólares, según datos oficiales del banco mundial⁵.

Si bien, en El Salvador aún no se han presentado escenarios catastróficos en materia bursátil en torno a la manipulación del mercado o fraude de valores, lo cierto es que el riesgo de una eventual defraudación bursátil está latente y sobre todo si aún no se cuenta con mecanismos desde el derecho

⁴ Bolsa de Valores de El Salvador, acceso el 9 de noviembre de 2025.

<https://www.bolsadevalores.com.sv/>

⁵ Data Commons, acceso el 9 de noviembre de 2025.

https://datacommons.org/place/country/SLV?utm_medium=explore&mprop=amount&popt=EconomicActivity&cpv=activitySource,GrossDomesticProduction&hl=es

penal para prevenir y sancionar posibles escenarios de manipulación de información que incidan en la cotización bursátil.

La necesidad de protección al sistema financiero puede evidenciarse a partir de los desfalcos financieros que ha venido sufriendo el mercado de dinero en las últimas tres décadas, donde casos como FOMIEXPORT, el de CREDISA, los de INSEPRO–FINSEPRO y recientemente el caso de COSAVI, por citar algunos, han afectado directamente la estabilidad del sistema financiero y la confianza en el mismo por parte de los inversionistas locales y extranjeros, afectando a una multiplicidad de sectores productivos de la economía del país.

Para el caso, en el trabajo que hoy se presenta, en el primer capítulo denominado “*El bien jurídico tutelado mediante la criminalización del abuso de información privilegiada en el mercado de capitales*”, se abordarán los aspectos generales del Sistema Financiero, analizando sus elementos, su importancia, las distintas clases de mercados que comprende, con especial énfasis en el mercado de valores que es donde se inserta el delito de abuso de información privilegiada, los sujetos participantes del mercado, los instrumentos negociados, el funcionamiento del mercado y su regulación. Para luego dar paso al examen de la figura típica, empezando por la identificación del bien jurídico protegido, sobre el cual ha habido un extenso y férreo debate doctrinal, el cual es abordado a partir de los distintos modelos que agrupan las posturas más relevantes sobre la naturaleza del bien jurídico tutelado, para finalmente proponer nuestra postura al respecto.

En el capítulo II, denominado *Análisis dogmático de las conductas típicas merecedoras del reproche penal por constituir abuso de información privilegiada*, se estudiarán los elementos típicos del delito de abuso de información privilegiada, empezando por los elementos objetivos, la naturaleza del delito, el carácter y requisitos de la información privilegiada, los sujetos activos y pasivos de la infracción, la autoría y participación de los denominados iniciados primarios e iniciados secundarios, el análisis del dolo, las tipologías, modalidades y agravaciones del delito. Al no tener una regulación propia en El Salvador relativa al delito de abuso de información privilegiada, el enfoque de la investigación se centra en un análisis desde el derecho comparado, especialmente el derecho español que en el art.285 y 285bis y la normativa que desde el derecho comunitario europeo se ha encargado del tratamiento esta forma de criminalidad empresarial perjudicial para la estabilidad económica general del país.

Desde un punto de vista macroeconómico, es importante dotar de toda protección al mercado de valores, pues las afectaciones más graves en este mercado pueden llegar a repercutir en el resto de sectores de la economía, en esa línea de ideas se enmarca el tercer capítulo del presente trabajo de investigación, denominado “*beneficios para el mercado de capitales nacional al adoptar una política criminal y una normativa penal que gire en torno a la prevención y sanción del abuso de información privilegiada*”. En el cual expondremos las razones por las cuales resulta preciso que nuestro país oriente su política criminal hacia la prevención de las prácticas que, como el abuso de información privilegiada supongan un grave riesgo para la estabilidad del sistema financiero en general. Finalmente, llevamos a cabo una propuesta de *lege ferenda* para que el delito de iniciados pueda ser armonizado en nuestro régimen penal de protección del Mercado de Valores, como refuerzo a las normas del derecho administrativo sancionador preexistentes.

CAPÍTULO I:

EL BIEN JURÍDICO TUTELADO MEDIANTE LA CRIMINALIZACIÓN DEL ABUSO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL MERCADO DE CAPITALES.

1. Consideraciones Preliminares.

Previo al abordaje del tema principal del primer capítulo del trabajo de investigación que hoy presentamos, es preciso realizar algunas consideraciones preliminares en torno a los conceptos más elementales que giran en torno al problema de investigación, tales como el mercado financiero, sus elementos, participantes, sus funciones e importancia, su marco normativo y la protección que el Estado ha previsto para que el sistema financiero funcione de la manera más eficiente posible.

De forma que, una vez que hayamos abordado estos aspectos preliminares pero esenciales para la comprensión del fenómeno objeto de estudio, procederemos a sumergirnos en el abordaje principal de la problemática de las prácticas de abuso de información privilegiada, delitos de iniciados, *insider trading*, *insider dealing* o *delits des inities*⁶, como los ha venido denominado la doctrina en los diversos ordenamientos jurídicos en diferentes países o regiones, los cuales se han convertido en un verdadero cáncer que atenta contra la estructura y eficiente funcionamiento del mercado de valores a nivel mundial, poniendo en riesgo no solo la estabilidad del sistema financiero como sector terciario de la economía, sino del orden socioeconómico general de un país.

1.1. El Sistema Financiero.

En El Salvador como en todos los países del mundo, el sistema financiero juega un papel trascendental, situándose como uno de los pilares fundamentales sobre los que descansa la economía moderna desde los tiempos de la fundación de banca moderna. De manera que, no podría concebirse ninguno de los adelantos científicos, tecnológicos, médicos, industriales y culturales si no fuera por la actividad tan preponderante que se desarrolla en los distintos mercados financieros por parte de los sujetos que intervienen en la labor de intermediación, captación de fondos, financiación de proyectos, inversión y negociación de valores, activos e instrumentos en sus diferentes modalidades.

El Sistema Financiero se inserta en lo que se ha denominado “Orden Económico”, el cual viene reconocido en la Constitución de la República de 1983⁷, desde el art. 1, al consagrarse como uno de los fines del Estado el garantizar a los habitantes del país el bienestar económico. Finalidad que se ve reforzada a partir del Título V de la Constitución, donde se ha previsto dotar de protección al “Orden Económico” de la República, en particular por lo dispuesto en el art. 101 Cn, en tanto que se impone el deber al Estado de promover el desarrollo económico y social mediante el incremento de la producción, la productividad y la racional utilización de los recursos, así como el fomento de los diversos sectores de la producción y la defensa del interés de los consumidores. Orden económico,

⁶ Caro, Derecho Penal Económico Parte Especial, 263.

⁷ Constitución de la Republica de El Salvador (El Salvador: Asamblea Legislativa de El Salvador, 1983).

que conforme a tal disposición debe responder en todo caso, a principios de justicia social tendientes a asegurar a todos los habitantes de Republica una existencia digna propia del ser humano.

De la misma manera el Estado tiene el deber de garantizar la libertad económica (Art.102 Cn), debiendo fomentar y proteger la iniciativa privada dentro de las condiciones necesarias para acrecentar la riqueza nacional y para asegurar los beneficios de esta al mayor número de sus habitantes. Ante ello se establece una categórica prohibición de prácticas que puedan distorsionar el plural funcionamiento del mercado como es el caso de los monopolios (Art.110 Cn), salvo que tales monopolios se establezcan en favor del Estado cuando el interés social lo torne imprescindible.

El sistema financiero se inserta dentro de este orden económico y encuentra su regulación directa en la Constitución en el art.111, que establece que: *“El poder de emisión de especies monetarias corresponde exclusivamente al Estado, el cual podrá ejercerlo directamente o por medio de un instituto emisor de carácter público. El régimen monetario, bancario y crediticio será regulado por la ley. El Estado deberá orientar la política monetaria con el fin de promover y mantener las condiciones más favorables para el desarrollo ordenado de la economía nacional”*.

El sistema financiero es piedra angular de nuestra económica, pues, entre otras actividades, permite la captación, intermediación y circulación del dinero y los títulos valores; en otros términos, permite que todos aquellos agentes económicos deficitarios, sujetos con necesidades de financiamiento, sean estos públicos o privados, puedan acceder a crédito a través de otro sector de agentes económicos que teniendo un superávit económico pueden llegar proporcionar el torrente de fondos para lograr el financiamiento de los primeros.

Si se prefiere, en palabras de Mishkin⁸, los mercados financieros conectan a aquellos que tienen excedentes de fondos (ahorradores) con aquellos que necesitan fondos para financiar proyectos de inversión (prestatarios). Este proceso de canalización de recursos es fundamental para el crecimiento económico, ya que permite a las empresas acceder al capital necesario para expandir sus operaciones, crear empleo y generar riqueza. Los mercados financieros actúan como intermediarios entre los ahorradores y los prestatarios, reduciendo los costes de transacción y mejorando la eficiencia en la asignación del capital.

Esta labor de intermediación en la captación de fondos y la colocación de los mismos mediante el crédito, tiene lugar, esencialmente, en el mercado bancario y través de las diversas clases de instrumentos financieros de que este mercado dispone (aperturas de crédito, operaciones de descuento, factoraje, anticipo), financiamiento que se logra en la medida en que hay personas que tienen un intereses de ahorro o de inversión y cuyos torrentes de dinero captados por las entidades financieras, permiten a su vez el crédito, que, naturalmente, permite el financiamiento de los proyectos personales, empresariales y Estatales⁹.

⁸ Mishkin, citado por Santiago Andrés Salazar Hernández, Derecho Financiero (Bogotá: Tirant Lo Blanch, 2025), 56.

⁹ Salazar, Derecho Financiero, 57. Como sostiene Salazar, los mercados financieros facilitan la movilización de ahorros y su canalización hacia inversiones productivas. Al ofrecer una variedad de instrumentos de inversión con diferentes niveles

El sistema financiero, permite el desarrollo socioeconómico de todo país, pues el crédito es fuente de riqueza en tanto que este permite que el dinero se multiplique a través de la denominada “cadena productiva del crédito”; y, así, en la medida en que una entidad financiera capta dinero del público, el cliente que realiza el depósito o inversión de dinero tendrá un activo, el cual, a su vez, servirá para que el banco coloque en crédito (en sus diversas modalidades) el dinero percibido, teniendo el banco un activo a su favor (el crédito), pero el beneficiario del crédito tendrá a su vez, si bien una deuda, también un activo, pues contara con liquidez para el desarrollo de su proyecto. De manera que, verbigracia, \$1,000 en el sistema financiero, perfectamente pueden llegar a triplicarse, si consideramos que el depositante, el Banco y el cliente acreditado, todos a su vez, incorporan en su activo una suma de dinero que, conforme su circulación se ha ido multiplicando.

Pero no solo el mercado bancario forma parte del sistema financiero, pues habrá que considerar al resto de mercados financieros, pero nos interesa aquí y, por de pronto, uno que es de trascendental importancia para el financiamiento de los proyectos empresariales y estatales a gran escala como resulta ser el mercado de valores. Mercado este donde se elimina a los intermediarios financieros tradicionales (Bancos, Sociedades de Ahorro y Crédito, Bancos Cooperativos), y donde los sujetos con interés e intención de invertir realizan la adquisición de valores e instrumentos financieros cotizados en la Bolsa de Valores, con el propósito que sus inversiones reditúen en los plazos pactados, lo cual, a su vez, permite el financiamiento de las sociedades o corporaciones que han emitido y colocado en Bolsa los instrumentos y valores adquiridos por los inversores. Lo que permite que los empresarios encuentren la inyección de capital que necesitan para el desarrollo de sus proyectos empresariales, capital fresco al que acceden sin necesidad de un endeudamiento tradicional, ni lo inconvenientes que el sistema bancario presupone, como, por ejemplo, la rendición de garantías reales o personales para seguridad de los créditos.

Con lo cual, este mercado financiero proporciona liquidez a los diversos sectores productivos de la economía. Los mercados financieros, particularmente los mercados secundarios, juegan un papel esencial en la provisión de liquidez. La existencia de un mercado secundario activo permite a los inversores convertir sus activos financieros en efectivo cuando lo necesiten, lo que a su vez fomenta la inversión y la participación en los mercados. La liquidez del mercado es un factor crucial para la estabilidad financiera, ya que permite a los inversores ajustar sus carteras en respuesta a eventos inesperados o cambios en las preferencias de riesgo¹⁰.

Bajo esta dinámica, los mercados financieros proporcionan un mecanismo para determinar el valor de los diferentes activos financieros a través de la interacción de la oferta y la demanda. Este proceso de

de riesgo y rentabilidad, los mercados financieros incentivan a los individuos y las empresas a ahorrar e invertir sus recursos. Un sistema financiero sólido y bien desarrollado es esencial para el crecimiento económico sostenible, ya que permite la canalización eficiente de los ahorros hacia inversiones que impulsan la innovación, la productividad y la creación de empleo.

¹⁰ Salazar, Derecho Financiero, 56. Con lo cual, el sistema financiero cumple la denominada función de provisión de liquidez, lo que se refiere a la facilidad con la que un activo financiero puede ser comprado o vendido sin afectar significativamente su precio.

descubrimiento de precios permite a los inversores tomar decisiones informadas sobre la asignación de sus recursos. La formación de precios en los mercados financieros es dinámica y refleja las expectativas del mercado sobre el rendimiento futuro de los activos. Los precios de los activos financieros, como acciones, bonos y divisas, fluctúan constantemente en respuesta a la nueva información y las condiciones cambiantes del mercado¹¹.

Incluso el mismo Estado accede a financiamiento a través del Mercado de Valores cuando realiza la emisión de instrumentos de deuda pública, como, por ejemplo, Bonos o Letras del Tesoro lo que le permite al Estado obtener liquidez para el cumplimiento su función en la satisfacción de las necesidades esenciales de la población. Se trata entonces, de un mercado que atiende intereses de orden público, lo cual, por sí mismo presupone la necesidad de que el Estado adopte todas las medidas necesarias para que el mercado funcione de la manera más eficiente posible, procurando desterrar del sistema financiero cualquier tipo de prácticas que alteren su normal funcionamiento, caso contrario, podría generar consecuencias desastrosas para la estabilidad financiera del país, pues, el riesgo de afectación del mercado de valores se traducirá siempre en una afectación sistémica dada la ineludible interconexión entre este mercado y el resto de los sectores económico-productivos del país (un verdadero efecto domino).

1.1.1. Definición del Sistema Financiero.

El sistema financiero, está formado por el conjunto de instituciones, medio y mercado, cuyo fin primordial es canalizar el ahorro que generan las unidades de gasto con superávit hacia los prestatarios o unidades de gasto con déficit. El sistema financiero comprende, pues, tanto los instrumentos financieros o activos financieros, como las instituciones o intermediarios y los mercados financieros: los intermediarios compran y venden los activos en los mercados financieros¹².

El tratadista salvadoreño Aquiles Delgado, indica que el sistema financiero está formado por una compleja red de intermediarios financieros, instrumentos, supervisores y reguladores, que ejecutan y vigilan el intercambio de activos financieros entre las diversas áreas de la economía (ahorradores e inversores)¹³.

El precitado autor, trae a colación la definición propuesta por el profesor Jaime Raqueijo, quien define al sistema financiero como el conjunto de intermediarios, mercados e instrumentos que enlazan las decisiones de ahorro con las de gasto, esto es, que transfieren renta desde unidades excedentarias hasta las deficitarias. Es, por lo tanto, el conjunto de fuerzas de oferta y demanda de ahorro, así como los canales e instrumentos, jurídicos y económicos, humanos, materiales y técnicos, a través de los cuales se potencia el ahorro y se permite un equilibrio eficiente entre tales fuerzas¹⁴.

¹¹ Salazar, Derecho Financiero, 56.

¹² Arévalo, Bravo y Robalino, citados por Ángel Bolívar Burbano Pérez, El mercado de valores: una oportunidad de financiamiento (Riobamba: Espoch, 2023), 13.

¹³ Aquiles Antonio Delgado Brizuela, Derecho Bancario Salvadoreño (San Salvador: Artes Gráficas Publicitarias, 2007), 111.

¹⁴ Delgado, Derecho Bancario Salvadoreño, 111.

En ese sentido, el sistema financiero es un conjunto de métodos y actividades orientadas a la compra y venta de activos o instrumentos financieros. Además, contempla elementos de control que, entre otras cosas, ayudan a fijar un precio justo. Se constituye en el mecanismo por medio del cual se canalizan los recursos monetarios, así como los excedentes financieros hacia actividades económicas y productivas¹⁵.

En palabras de Salazar Hernández, se trata de un sistema estructurado y regulado en el que se facilitan la transferencia de fondos entre unidades económicas con excedentes y déficits de capital, se proporcionan un marco para la creación, negociación y valoración de instrumentos financieros, y se promueven la eficiencia económica y la seguridad de las transacciones a través de la formación de precios y la gestión del riesgo¹⁶.

1.1.2. Elementos del Sistema Financiero.

El sistema financiero se compone esencialmente de tres elementos, en primer lugar, se encuentran los agentes financieros o intermediarios financieros, que son las entidades que se encuentran autorizadas para captar dinero del público y colocar ese dinero del público a disposición de los sectores productivos de la economía. En segundo lugar, se encuentran los instrumentos financieros, que no son otra cosa más que derechos patrimoniales circulatorios que pueden estar representados en documentos, títulos valores, o bien, mediante anotaciones electrónicas de valores en cuenta. En tercer lugar, encontramos a los mercados financieros, que son los escenarios donde los agentes financieros intervienen en la negociación de los instrumentos financieros y que vienen representados principalmente por los mercados de dinero, por el mercado de capitales, el mercado de divisas, el mercado de seguros y el mercado de activos digitales, como los más relevantes de la industria.

1.1.2.1. Mercado de Dinero o Bancario.

En palabras de Córdoba Padilla, el mercado bancario o intermediado, se caracteriza fundamentalmente porque una entidad intermediaria, típicamente denominada Banco, capta recursos del público y luego los usa para otorgar préstamos¹⁷.

Por su parte, para el profesor Aquiles Delgado, la intermediación financiera es la actividad esencial que ocurre dentro de un mercado financiero y consiste en captar recursos, principalmente, de los depositantes e inversionistas, con el compromiso de pagar un precio por su uso, para colocarlos en forma de créditos y financiamientos entre personas que necesitan dichos recursos para distintos fines, a cambio de un precio, a través de los instrumentos que la Ley establece¹⁸.

¹⁵ Burbano, El mercado de valores: una oportunidad de financiamiento, 13-14.

¹⁶ Salazar, Derecho Financiero, 55.

¹⁷ Marcial Córdoba Padilla, Mercado de Valores (Ciudad de México: ECOE Ediciones, 2020), 2.

¹⁸ Delgado, Derecho Bancario Salvadoreño, 113.

Por nuestra parte y en consonancia con lo anterior, diéremos que, el mercado de dinero o bancario se caracteriza esencialmente, por ser una actividad de intermediación financiera llevada a cabo por parte de las entidades bancarias tradicionales, los bancos cooperativos, las sociedades de ahorro y crédito, y todas aquellas entidades autorizadas por la Superintendencia del Sistema Financiero para captar dinero del público, para luego colocar tales torrentes de dinero en crédito o financiamiento para los sectores deficitarios de la economía del país.

1.1.2.2. Mercado de Valores.

El mercado de valores es parte del sector financiero de un país, el cual está ligado a dos aspectos fundamentales de la actividad económica que son el ahorro y la inversión. Para que pueda impactar en el crecimiento y el desarrollo económico, debe mantener una estrecha relación con el sector productivo para permitir a los empresarios allegar recursos para la realización de nuevos proyectos y brindar a los ahorradores e inversionistas la oportunidad de diversificar sus inversiones, para obtener rendimientos acordes con los niveles de riesgo que estén dispuestos a asumir¹⁹.

En cuanto al concepto de mercado de capitales, nos parece muy oportuna la definición brindada por el profesor Córdoba Padilla, en cuanto expresa que, el mercado de valores o no intermediarios es aquel donde los agentes que necesitan de recursos, especialmente empresas y gobierno, captan los recursos directamente del público. De manera que, el mercado de valores es parte integral del sector financiero de un país y, por lo tanto, está ligado a dos aspectos de la actividad económica: el ahorro y la inversión, los cuales son fundamentales para el desarrollo de dicho país, ya que de ellos depende su crecimiento económico, si se tiene en cuenta que uno de los principales factores para que una sociedad salga del subdesarrollo, es su capacidad de ahorro, y la forma como asigna esos recursos a las actividades productivas²⁰.

Por su parte el destacado profesor español Wenceslao Ibáñez, indica que se trata de una expresión que engloba un conjunto de instituciones (los propios mercados, quienes operan en él -sujetos de mercado, el objeto contratado -los valores o instrumentos negociados allí- y las operaciones o contratos que se celebran sobre dicho objeto -modernamente, los "servicios de inversión") encaminadas a la consecución por parte del Estado y de la sociedad de los fines propios de la circulación financiera mobiliaria, es decir, de la economía sobre valores mobiliarios que representan el capital de las empresas. De ahí que el mercado de valores (objeto negociado) también se le llame mercado de capitales, denominación que se justifica sobre la base de que dicho objeto recae sobre títulos valores que representan el capital de sociedades mercantiles capitalistas²¹.

De igual forma, nos parece bastante apropiada, la definición que brinda el profesor Carlos Urenda Zegers, al indicar que descriptivamente un mercado de capitales es un conjunto de mercados formales e informales formado por instituciones e instrumentos de financiación e inversión. En estos mercados

¹⁹ Burbano, El mercado de valores: una oportunidad de financiamiento, 11.

²⁰ Córdoba, Mercado de Valores, 2.

²¹ Javier Wenceslao Ibáñez Jiménez, Mercado de Valores (San Salvador: Consejo Nacional de la Judicatura, 2009), 3.

existe transferencia de recursos desde aquellos agentes económicos que tienen superávit de recursos financieros hacia aquellos que necesitan cubrir déficit de recursos financieros²².

1.1.2.3. Mercado de Seguros.

En este mercado la contratación gira en torno al contrato de seguro o cobertura del riesgo económico que engendra un eventual suceso dañoso sobre las personas (seguro de personas) o las cosas (seguro de daños), a cargo de un asegurador profesional (compañía de seguros), con una supervisión administrativa específica acomodada a la naturaleza del riesgo asegurado (departamento o direcciones o intendencias de seguros), que se orienta al control de recursos propios de las entidades aseguradoras en función de sus provisiones técnicas para liquidar los eventuales siniestros sin problemas de solvencia²³.

En este mercado se encuentran presentes las instituciones de seguros y fianzas que son aquellas que se encargan de ofrecer distintos tipos de cobertura a las entidades y personas que buscan protegerse contra pérdidas eventuales por la ocurrencia de algún evento o siniestro potencial²⁴.

1.1.2.4. Mercado de Divisas.

En términos generales, las divisas son activos financieros mantenidos por residentes de un país y que constituyen una obligación por parte de un residente de otro país emisor de una moneda diferente. Las divisas están representadas por una gran variedad de instrumentos de crédito, entre los que se pueden mencionar los billetes y moneda metálica en moneda extranjera, los depósitos bancarios en otros países, las letras de cambio internacionales giradas en contra de residentes extranjeros o cualquier otro derecho altamente líquido que se mantiene en contra de residentes del exterior. Las divisas se negocian en el mercado internacional de divisas, que es donde se encuentran oferentes y demandante y establecen el valor de cambio de las monedas en que se van a realizar los flujos monetarios internacionales; el mercado es entonces el área en donde se compran y se venden las divisas²⁵.

Este es uno de los mercados más activos del mundo, en el que individuos, empresas, bancos e instituciones gubernamentales compran y venden monedas a cambio de otras. En este mercado se pueden negociar monedas para entrega inmediata a través de un tipo de cambio del momento (tipo de cambio *spot*). También se pueden comprar divisas que podrán ser recibidas y pagadas en una fecha futura determinada, aunque el precio (tipo de cambio futuro o *forward*), el plazo y la cantidad se negocian hoy. Estos mercados permiten a los agentes asegurar un determinado monto de divisas a un determinado tipo de cambio para una fecha establecida, evitando el riesgo cambiario²⁶.

²² Raúl Novoa Galán y Gabriela Novoa Muñoz, Derecho del Mercado de Capitales (Santiago: Editorial Jurídica de Chile, 1995), 45.

²³ Ibáñez, Mercado de Valores, 5

²⁴ Eduardo Court Monteverde y Joan Tarradellas Espuny, Mercado de Capitales (México: Pearson Educación, 2010), 18.

²⁵ Efraín Cazar M. El mercado Internacional de Divisas. Principios Básicos (Quito: Abya-Yala, 2001), 9.

²⁶ Court, Mercado de Capitales, 21 y 22.

1.1.2.5. Mercado de Activos Digitales.

Se trata de un mercado no tradicional, que, en la actualidad pueden funcionar de forma centralizada o descentralizada, según como el ordenamiento jurídico de cada país lo haya previsto, aunque en la mayoría de caso y, por regla general, suele ser lo segundo. Por supuesto que aquí se incluyen las criptomonedas (*Bitcoin, Ethereum, Litecoin*, entre otros) cuyo funcionamiento se basa en la tecnología Blockchain²⁷, aunque no son los únicos activos digitales, pues, hoy por hoy convergen otro tipo de activos de esta naturaleza como es el caso de los denominados Tokens²⁸ recogidos expresamente por la Ley de Emisión de Activos Digitales.

Con forme a lo dispuesto en el inciso primero del artículo 3 de la Ley de Emisión de Activos Digitales, un activo digital es una *representación digital que puede almacenarse y transferirse electrónicamente, utilizando un sistema de Tecnología de Registro Distribuida, o tecnología similar o análoga, en la cual los registros se encuentran enlazados y cifrados para proteger la seguridad y privacidad de las transacciones*. Indicando igualmente el inciso segundo del referido artículo, que, como característica esencial, *los activos digitales pueden ser poseídos, intercambiados, transferidos, negociados y promovidos por personas naturales y jurídicas*.

Sin embargo, el escenario donde estos activos digitales son negociados es diferente al mercado bursátil tradicional y su supervisión no viene conferida a la Superintendencia del Sistema Financiero sino a la Comisión Nacional de Activos Digitales (CNAD), situación que queda resaltada por la misma Ley de Emisión de Activos Digitales, que indica en el inciso final del referido artículo 3, que, los activos digitales no se consideran títulos valores, y que tampoco le son aplicables las regulaciones establecidas en el Código de Comercio, ni tampoco las establecidas en la Ley del Mercado de Valores, en la Ley de Títulos Valores Electrónicos, en la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta o en la Ley de Inversiones.

Valga aclar que, actualmente, la Bolsa de Valores se ha convertido en un proveedor de servicios digitales en El Salvador, en la medida en que ha puesto a disposición del público una “plataforma de negociación de activos digitales”, a través de la Digital Exchange que se ha convertido en el brazo digital de la Bolsa de Valores de El Salvador, lo que permite la emisión, gestión, negociación y custodia de activos digitales. No obstante, este tipo de negociaciones no forman parte de la negociación bursátil tradicional, pues se trata de activos negociados en plataformas digitales (no en la Bolsa de Valores),

²⁷ Mardo Iván López *et al*, Uso de criptomonedas como alternativa de alivio financiero al endeudamiento salvadoreño (San Salvador: Aequus Editorial, 2021), 27. El Blockchain es una base de datos publica, mantenida abiertamente por computadoras en todo el mundo; en otras palabras, es un registro secuencial de todas las transacciones y propiedad actual. En palabras de Adrian Blundel, *este seguimiento y verificación de transacciones está respaldado por la potencia informática descentralizada generada por la actividad “minería” -en el caso de los Bitcoin-, y esta actividad se recompensa con las tarifas de dicha monea virtual. La cadena de bloque permite a los participantes verificar si las transferencias son provenientes de propietarios reales de monedas y evita problemas como “gasto doble” (no puede gastar la misma fracción de una criptomoneda más de una vez)*.

²⁸ Ley de Emisión de Activos Digitales (El Salvador: Asamblea Legislativa de El Salvador, 2023), artículo 5 Letra Z). Según el Art.5 Letra Z), Token: *es un activo digital que es utilizado como unidad de cuenta en una red, basándose en la Tecnología de Registro Distribuido o una similar o análoga*.

por el contrario, su regulación, obedece exclusivamente a la Ley de Emisión de Activos Digitales (arts.1, 2 y 3) y su supervisión al CNAD (art.9).

La Ley de Emisión de Activos Digitales, igualmente provee de algunas definiciones importantes a tomar en cuenta, entre ellas, la de Mercado Primario, el cual se define como un mercado en el que los emisores y adquirentes participan a través de una plataforma centralizada o descentralizada en la comercialización de las ofertas públicas de activos digitales, regulados o no, en la compra y venta de dichos activos digitales cuando son ofrecidos al público por primera vez (Art. 5 letra “r”). Asimismo, establece la definición de mercado secundario al indicar que se trata de un mercado en el que los activos digitales son negociados por segunda o más veces por los adquirentes o sus representantes, sin la intervención de los emisores (Art. 5 letra “s”).

1.1.3. Supervisión y Regulación del Sistema Financiero.

La Economía Social de Mercado, supone básicamente la integración de dos aspectos disímiles, pero complementarios: las libertades económicas y la intervención del Estado en la economía, para, precisamente, permitir y garantizar que estas y otro tipo de libertades sean posibles. La dirección de la economía se torna precisamente en una manifestación de la intervención pública en los asuntos privados²⁹. Pero como poder que es, y que ejerce el Estado, se encuentra limitado incluso, desde la regulación constitucional a partir de las finalidades que persigue dicha intrusión³⁰. Así, en el caso de El Salvador, el constituyente en el art. 101 Inc. 1º de la Constitución de la República, expresamente dispuso que el Orden Económico debe responder esencialmente a principios de justicia social, que tiendan a asegurar a todos los habitantes del país una existencia digna del ser humano.

Bajo el mandato constitucional expresado, El Salvador ha venido reforzando y perfeccionando su sistema financiero desde hace décadas, particularmente a raíz de una serie de escándalos financieros que se han presentados desde los años noventa hasta la actualidad. De manera que, a partir del año dos mil once entró en vigencia en El Salvador la Ley de Supervisión y Regulación del Sistema Financiero³¹, estableciéndose que la supervisión del sistema financiero estaría encomendada a la Superintendencia del Sistema Financiero, la cual, a partir del dos mil once vino a absorber y a sustituir

²⁹ Salazar, Derecho Financiero, 161.

³⁰ Ibid. 62. En esencia, la dirección general de la economía busca un equilibrio entre la libertad económica y la intervención estatal, reconociendo el papel crucial del Estado en la promoción del desarrollo económico y social, la protección del medio ambiente y la garantía de acceso a los bienes y servicios básicos para todos los ciudadanos, especialmente para aquellos con menores ingresos. Este enfoque se basa en la idea de que el mercado, por sí solo, no siempre puede garantizar la equidad y la justicia social, y que la intervención estatal es necesaria para corregir las fallas del mercado y promover un desarrollo económico más inclusivo y sostenible.

³¹ Ley de Supervisión y Regulación del Sistema Financiero (El Salvador: Asamblea Legislativa de El Salvador, 2011). En esta ley especial se dispone que, el Sistema de Supervisión y Regulación Financiera está constituido por la Superintendencia del Sistema Financiero, en adelante denominada “Superintendencia”, y por el Banco Central de Reserva de El Salvador. Que, la supervisión de los integrantes del sistema financiero y demás supervisados de conformidad a dicha Ley es responsabilidad de la Superintendencia; la aprobación del Marco Normativo Macro Prudencial necesario para la adecuada aplicación de la referida Ley y las demás leyes que regulan a los integrantes del sistema financiero y demás supervisados, le corresponde al Banco Central. Asimismo, que la ejecución y aplicación de la presente Ley se realizará por la Superintendencia y el Banco Central dentro de sus respectivos ámbitos de competencia (art. 1 LRSF).

a la anterior Superintendencia del Sistema Financiero, a la Superintendencia de Pensiones y a las Superintendencia de Valores, cuyas funciones de vigilancia ahora son asumidas por esta nueva entidad.

La actual Superintendencia del Sistema Financiero complementa e integra su labor de vigilancia junto con el Banco Central de Reserva a quien la Ley de Supervisión y Regulación del Sistema Financiero le ha encomendado la aprobación de todo el marco normativo macro prudencial necesario para la adecuada aplicación de la precitada Ley, es decir, que el Banco Central de Reserva se encarga de la Regulación del Sistema Financiero a través del dictado de normas técnicas prudenciales y, por su parte, a la Superintendencia del Sistema Financiero le corresponde la vigilancia o supervisión de las entidades que forman parte del sistema financiero, tal como se desprende del Artículo 1 del precitado cuerpo normativo.

En cuanto al marco normativo aplicable en el sistema financiero salvadoreño, podemos iniciar precisando que, en el ámbito de los denominados agentes o intermediarios financieros se encuentra una pluralidad de normas tendientes a regular el actuar de los mismos, entre las cuales encontramos a la Ley de Bancos, la Ley de Bancos Cooperativos y Sociedades de Ahorro y Crédito, la Ley de Sociedades de Seguros, la Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones, la Ley del Sistema de Garantías Recíprocas para la Micro, Pequeña y Mediana Empresa Rural y Urbana, la Ley de Fondos de Inversión, la Ley de Bancos de Inversión, además de la gran cantidad de normas técnicas y prudenciales que para el efecto emite el Banco Central de Reserva.

En cuanto se refiere a los tipos de Mercados Financieros regulados en nuestro país son igualmente aplicables los textos normativos anteriormente citados, pero además otras normas que resultan especialmente relevantes en este aspecto son la Ley de Integración Monetaria, la Ley de Supervisión y Regulación del Sistema Financiero, la Ley para Facilitar la Inclusión Financiera, la Ley del Mercado de Valores, la Ley de Casas de Cambio de Moneda Extranjera; y, de igual manera, en el ámbito del mercado de activos digitales la Ley de emisión de Activos Digitales, tanto como la normativa técnica que los entes reguladores como el BCR emitan al respecto.

En lo que se refiere a la regulación de los instrumentos financieros, les son igualmente aplicables las disposiciones contenidas en los precitados cuerpos normativos, pero habrá que añadir cuerpos normativos específicos en la labor de regular los valores e instrumentos que circulan en los diferentes tipos de mercados financieros, entre los que podemos citar a la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta, la Ley de Titularización de Activos, la Ley del Sistema de Tarjetas de Crédito, la Ley para Facilitar la Inclusión Financiera, la Ley Bitcoin, el mismo Código de Comercio e, igualmente, la normativa técnica y prudencial emitida por el Banco Central de Reserva.

1.2. Importancia y funciones del Sistema Financiero.

Como sostiene el profesor Aquiles Delgado al expresar que, pese a que desde un punto de vista estático, se considere al sistema financiero como parte del sector terciario de la economía, lo cierto es

que su importancia es vital porque la intermediación financiera moviliza los recursos financieros hacia los sectores primario y secundario de la economía en general³². Así lo hemos sostenido por nuestra parte al inicio del presente trabajo, por cuanto el sistema financiero es fundamental en la economía de un país en la medida que permite llevar a cabo una labor de intermediación entre los agentes económicos superavitarios con los agentes económicos deficitarios, canalizando eficientemente las necesidades de ahorro e inversión hacia las necesidades de financiamiento.

Las funciones básicas del sistema financiero (aunque no las únicas³³), pueden resumirse en tres grandes rubros: a) La Distribución y provisión de los recursos financieros: El sistema financiero, como punto de encuentro entre las áreas con déficit y con excedente de recursos, debe emplear los instrumentos que le da la Ley y las regulaciones prudenciales para colocar eficazmente los recursos financieros, de manera que las áreas que más los necesitan tengan la posibilidad de acceder a ellos; b) La Estabilidad financiera: La forma en que se conduce un sistema financiero refleja las condiciones de la economía de un país, y viceversa. El sistema financiero se convierte en el campo de desarrollo de las políticas monetarias del Estado, por lo que su actividad afecta el control de la inflación, el ahorro y la liquidez de un país; c) Promover el ahorro: Los mecanismos de captación de recursos deben ser atractivos para los ahorradores, de manera que corresponde al sistema financiero ofrecer las mejores condiciones de rentabilidad y seguridad de retorno de los recursos. El ahorro es la materia prima de la intermediación financiera³⁴.

Los mercados financieros cumplen además una función muy importante como resulta ser la gestión del riesgo, en la medida que ofrecen instrumentos y mecanismos para gestionar diferentes tipos de riesgo, como el riesgo de crédito, el riesgo de mercado y el riesgo operativo. Las instituciones financieras desempeñan un papel clave en la gestión de riesgos, proporcionando productos y servicios que permiten a los inversores mitigar su exposición a diferentes fuentes de incertidumbre. Por ejemplo, los mercados de derivados permiten a las empresas cubrirse contra las fluctuaciones en los precios de las materias primas o los tipos de cambio³⁵.

³² Delgado, Derecho Bancario Salvadoreño, 111.

³³ Suele atribuirse al sistema financiero otras funciones e importancias que cumple dentro del sistema económico del país, entre las que podemos señalar: a) importancia para el sector primario de la economía tales como la agricultura, la pesca, la ganadería; así como para el sector secundario economía, tales como el comercio, la industria, la construcción y la energía. La actividad bancaria está en la posibilidad de ofrecer financiamiento a tales actividades económicas, proveyendo dinero a los emprendimientos para el desarrollo de sus proyectos empresariales y la expansión de tales rubros; b) Colabora con el cumplimiento de los fines del Estado: en la medida en que este se auxilia del sistema financiero para la satisfacción de las necesidades esenciales de la población. Un ejemplo de esto lo podríamos encontrar en la obligación del Estado de satisfacer la necesidad de vivienda digna de sus habitantes (Art.119 CN), la cual, si no fuera por la actividad de financiamiento de los bancos y demás entidades financiera no podría llegarse a cumplir, puesto que, es a través del financiamiento que ofrecen estas entidades que se permite a los ciudadanos tener la posibilidad de acceder a una vivienda; c) La eficiente circulación del capital: lo cual se realiza mediante los diferentes mecanismos e instrumentos que el mercado financiero puede ofrecer, permitiendo, la distribución del dinero, la ejecución de cobros y pagos, así como la circulación y cambio de divisas, el desarrollo del crédito, por citar solo algunos aspectos relevantes.

³⁴ Delgado, Derecho Bancario Salvadoreño, 112.

³⁵ Salazar, Derecho Financiero, 57.

Lo cierto es que, las funciones de los mercados financieros contribuyen, en conjunto, al crecimiento económico. Al facilitar la asignación eficiente de recursos, la gestión de riesgos y la promoción del ahorro y la inversión, los mercados financieros crean las condiciones necesarias para un crecimiento económico sostenible³⁶.

1.3. Funcionamiento del Mercado de Valores.

El mercado de valores, es por su propio funcionamiento un mercado de intermediación directa, el lugar de reunión de los mercados primario y secundario, donde las sociedades mercantiles y el mismo Estado acuden a financiar sus proyectos económicos, mediante la emisión de los diversos instrumentos financieros de que el mercado dispone como acciones, bonos corporativos, certificados de inversión, valores de titularización en el caso de las sociedades mercantiles; y, Letras del Tesoro (LETES), Certificados Negociables de Liquidez (CENELI) y Bonos del BCR en el caso del Estado.

Además de los intermediarios profesionales hay otros participantes también profesionales especializados en desempeñar funciones de control y supervisión (organismos rectores del mercado, como las propias Bolsas y mercados en cuanto empresas que gestionan y ordenan la negociación), garantía (por ejemplo, fondos de garantía) o de supervisión última en garantía de la Ley y del cumplimiento formal de los fines del mercado (Administraciones especializadas: superintendencias, comisiones nacionales de control de la negociación sobre valores)³⁷.

Dentro del Mercado de Capitales, se pueden identificar los mercados primarios y secundarios. En el mercado primario, se emiten y venden nuevos valores directamente a los inversores, generalmente a través de ofertas públicas iniciales (OPI) o emisiones privadas. Esto proporciona capital fresco a los emisores. En el mercado secundario, los inversores negocian títulos ya existentes entre sí. Este mercado es esencial para proporcionar liquidez y permitir a los inversores ajustar sus carteras según sus necesidades y expectativas³⁸.

1.3.1. Mercado Primario.

Es el mercado vinculado con la emisión y colocación inicial de valores cotizados bursátilmente. Se trata del sector del mercado en donde los inversores compran de forma directa los valores a los emisores, a través de una Casa de Corredores de Bolsa, de manera que en este mercado los valores son ofrecidos al público-inversionista por primera vez por el emisor y este, a su vez, recibe directamente el capital e inversión que necesita para sus proyectos económicos a partir de la compra de tales valores. Valga aclarar que, todas las transacciones se ejecutan en la Bolsa de Valores, tanto las de emisión de valores, como las de adquisición de tales valores por parte de los inversores.

En palabras de Ibáñez, el mercado primario es, en un país, el conjunto formado por las ofertas públicas de suscripción (OPS) o primera adquisición de valores, que dirijan al público en un periodo de tiempo

³⁶ Salazar, Derecho Financiero, 57.

³⁷ Ibáñez, Mercado de Valores, 3 y 4.

³⁸ Salazar, Derecho Financiero, 80.

considerado las empresas, con la intención de financiarse³⁹. En otros términos, en el mercado primario se realiza la primera venta de los valores del emisor para el inversionista.

En concordancia con lo anterior, el Artículo 5 Letra a), de nuestra Ley de Mercado de Valores⁴⁰ establece lo que debemos entender por mercado primario, al indicar que se trata de aquel mercado en el que los emisores y los compradores participan directamente o a través de casas de corredores de bolsa, en la compra y venta de los valores ofrecidos al público por primera vez.

1.3.2. Mercados Secundarios.

Por otro lado, encontramos al mercado secundario. En este los inversores, suscriptores o compradores iniciales venden a otros sus títulos-valores previamente adquiridos en la “primera oferta pública de suscripción” (OPS). Se trata de un mercado derivado, que tiene su origen en el mercado primario. De forma tal, que, el mercado secundario es aquel en el que los valores adquiridos en el mercado primario (primera oferta pública de valores) son negociados por segunda o más veces, en este mercado secundario representado por la Bolsa de Valores del país.

Para los efectos propios de nuestro mercado bursátil, tal como lo concibe la Ley del Mercado de Valores en el Artículo 5, Letra e), el mercado secundario se concibe como aquel en que los valores son negociados por segunda o más veces. Por lo que, quien compra acciones de una sociedad mercantil cuando esta realiza la colocación de sus títulos a Bolsa, y luego decide vender tales acciones nuevamente, está participando en un mercado secundario.

Po otro lado, lo que tiende a caracterizar a este denominado mercado secundario es la labor de intermediación que llevan a cabo ciertos profesionales especializados en las operaciones bursátiles, los cuales se constituyen en verdaderos comisionistas y prestadores de servicios de inversión, pudiendo ser personas naturales o personas jurídicas, como el caso de las sociedades de inversión y las Casas Corredoras de Bolsa, los que colaboran para poner en contacto a los inversionistas y ahorradores con los entes emisores de los títulos cotizados en Bolsa, de manera que tales emisores finalmente encuentran financiamiento en el mercado bursátil gracias a la adquisición o compra de los títulos emitidos. Por su parte, los inversores aspiran a la multiplicación de su dinero mediante los intereses, premios, comisiones, utilidades o rendimientos que pueda generar la inversión realizada.

Sin embargo, con el tiempo otros mercados han ido ganando la calificación de secundarios. Así, los mercados de deuda pública, especializados en la contratación (hoy electrónica) de estos activos; y los mercados de derivados que, que por la propia configuración contractual de su objeto (los instrumentos derivados) no nacen en un mercado primario, sino que se ofrecen por el ente rector del mercado (secundario) para su negociación directa entre el público⁴¹.

³⁹ Ibáñez, Mercado de Valores, 8.

⁴⁰ Ley del Mercado de Valores (El Salvador: Asamblea Legislativa de El Salvador, 1994).

⁴¹ Ibáñez, Mercado de Valores, 9.

En suma, el mercado primario se relaciona con la colocación inicial de títulos. En esta ocasión los inversionistas o compradores adquieren directamente de los emisores, a través de una Casa de Corredores de Bolsa, los títulos valores ofrecidos al público por primera vez; mientras que en el mercado secundario opera entre tenedores de títulos, esto es una “re-venta” de títulos valores adquiridos con anterioridad con el fin de rescatar recursos financieros, diversificar su cartera o buscar mejores oportunidades de rentabilidad, riesgo y liquidez⁴².

Otro mercado que vale la pena traer a colación por su importancia en el país, es el mercado de reportos⁴³. El mercado de reportos es una de las negociaciones más comunes en nuestra Bolsa de Valores, este tiene lugar cuando una persona dueña de títulos valores, que están inscritos para su negociación en Bolsa, necesita dinero con pacto de recompra, es decir, con la obligación de readquirirlos en el plazo que se convenga, el cual puede ir desde 2 hasta 45 días. Al final del plazo pactado, el inversionista recibe el capital más la tasa de interés convenida. Para mayor garantía de los interesados, los títulos valores objeto de reporto quedan depositados en custodia en la Central de Deposito de Valores (CEDEVAL)⁴⁴.

1.3.3. Sujetos participantes del mercado bursátil.

Los participantes del mercado bursátil son todas las personas naturales o jurídicas, públicas o privadas que interactúan entre sí para darle vida y dinamismo a las negociaciones efectuadas en la bolsa de valores. Siendo la Bolsa de Valores, el primero de esos sujetos, pues las Bolsas de Valores son sociedades mercantiles anónimas que proporciona la infraestructura y facilita las negociaciones de valores. En otros términos, es el escenario o la plaza donde concurren la oferta y la demanda de valores bursátiles, es decir, el lugar o el foro donde se negocian los instrumentos bursátiles.

Las Bolsas son el primer tipo de mercado históricamente constituido como centro o espacio de negociación de valores mobiliarios, es decir, de títulos de capital o de deuda emitidos por grandes sociedades cotizadas para financiar sus proyectos de inversión. La regulación bursátil, en el modelo napoleónico clásico, que inspiró las legislaciones iberoamericanas, era centralista, preveía el control del Estado sobre las propias Bolsas y sobre su contratación, y en muchos casos, sobre su sistema de intermediación, constituyéndose los agentes de cambio o intermediarios de las compraventas en agentes estatales⁴⁵.

Las Casas Corredoras de Bolsa son sociedades anónimas, autorizadas y supervisadas por la Bolsa de Valores y por la Superintendencia de Valores. Prestan servicios de asesoría en materia de operaciones bursátiles a los emisores y a los inversionistas. Actúan como intermediarios en la

⁴² Sergio Rodríguez Azuero y Enrique Rodolfo Escobar López, Contratación Bancaria y Financiera, (San Salvador: Consejo Nacional de la Judicatura, 2008), 164.

⁴³ Código de Comercio (El Salvador: Asamblea Legislativa de El Salvador, 1970), artículo 1159 inciso 1°. Por el contrato de reporto, el reportador adquiere, por una suma de dinero, la propiedad de títulos valores y se obliga a transferir al reportado la propiedad de igual número de títulos de la misma especie y sus accesorios, en el plazo convenido, contra reembolso del mismo precio más un premio.

⁴⁴ Rodríguez, Contratación Bancaria y Financiera, 164.

⁴⁵ Ibáñez, Mercado de Valores, 33.

negociación de títulos valores, efectuando todas las transacciones de compra/venta por medio de la Bolsa de Valores⁴⁶.

Son sujetos indispensables dentro de la dinámica de las transacciones bursátiles, pues toda persona que quiera colocar valores para que sean cotizados en la Bolsa de Valores, o, bien todo aquel que quiera comprar o invertir en tales activos bursátiles, debe hacerlo a través de un intermediario financiero denominado bróker o corredor de bolsa, quienes se encargaran directamente de acudir a la Bolsa de Valores a realizar las operaciones de negociación, es decir, a colocar, comprar y vender valores por encargo de sus clientes. Siendo estos sujetos los verdaderos intermediarios del mercado de capitales⁴⁷.

Encontramos a los emisores, que pueden ser entidades privadas e instituciones del Estado, que emiten valores para que sean cotizados en la Bolsa de Valores respectiva. Así, cuando una sociedad mercantil desea emitir bonos para conseguir financiamiento y estos son colocados en la Bolsa de Valores, la sociedad se ha convertido en un emisor, lo mismo ocurre con el Estado cuando a través del Ministerio de Hacienda emite Letras del Tesoro o cuando emite Bonos a través del Banco Central de Reserva, colocando ambos en Bolsa de valores a través de una casa Corredora de Bolsa o Bróker.

Igualmente, encontramos a los sujetos más importantes del mercado bursátil, los inversionistas que, no son otros más que las personas naturales o jurídicas que invierten su dinero en valores bursátiles con el propósito de obtener ganancias o rendimientos, incrementando con ello su inversión. Intervienen otros sujetos tales como, las calificadoras de riesgo, las cuales son entidades privadas especializadas e independientes, cuyo propósito es evaluar y analizar a profundidad el riesgo económico-financiero que pueda representar una entidad o un producto financiero, a partir de lo cual se emite una opinión técnica informada sobre la calidad crediticia de ese emisor y sus emisiones.

Otros sujetos que intervienen en el mercado bursátil salvadoreño son la Central de Deposito de Valores de El Salvador, S.A de C.V., (CEDEVAL), quien interviene en la custodia y administración de los valores negociados en la Bolsa de Valores de El Salvador; las Sociedades Titularizadoras de Activos, quienes se encargan de la estructuración y facilitación de la emisión de titularización, colocando los valores a negociables en la Bolsa de Valores, encargándose de la gestión o administración del Fondo de Titularización como un verdadero administrador fiduciario de un patrimonio separado para obtener financiamiento. Resultan igualmente importantes las denominadas Sociedades Gestoras de Fondos de Inversión, pues son entidades financieras especializadas y

⁴⁶ Rodríguez, Contratación Bancaria y Financiera, 162-163.

⁴⁷ Las entidades emisoras, deben cumplir con las disposiciones normativas correspondientes contenidas en la LMV, la LSRSF y la normativa correspondiente, para poder colocar y negociar en el Mercado de Valores salvadoreño los títulos representativos de su capital social (acciones) o valores que amparan un crédito colectivo a su cargo (obligaciones). Para resguardar el interés de los inversionistas, las entidades emisoras proporcionan periódicamente la información financiera y administrativa que permita estimar sus rendimientos probables y la solidez de sus títulos. Información que deben proporcionar entre otros, a los entes reguladores y supervisores, tales como la Superintendencia del Sistema Financiero y el Banco Central de Reserva, conforme lo previsto en el Art.4 letra n), de la LSRSF.

reguladas por la Ley de Fondos de Inversión de aprobada en septiembre del 2014, y se encargan de la administración, gestión y representación de los fondos de inversión y las actividades conexas o complementarias de estas.

De otro lado se encuentran las entidades supervisoras y reguladoras tales como la Superintendencia del Sistema Financiero (SSF) y el Banco Central de Reserva (BCR), para garantizar la transparencia, la seguridad, la eficiencia, la estabilidad y el correcto funcionamiento del mercado de capitales.

1.3.4. Instrumentos Financieros.

Se trata de títulos valores que representan el capital. Sin dejar de ser cierto esto, hoy se amplía la gama de objetos negociables a otros derechos que no se pueden encuadrar en aquella categoría jurídica sin extrema dificultad, propendiendo la doctrina moderna a considerar que existen objetos negociables en el mercado que no son títulos valores (derechos crediticios incorporados) a papel, ni siquiera valores mobiliarios tradicionales (acciones, obligaciones u otros valores de renta fija), sino más bien derechos especiales anudados a un contrato (contrato-valor): es el caso de los derivados que se negocian en un mercado de futuros, por ejemplo. Por eso hoy se dice que en los mercados de valores se negocian "instrumentos financieros"; no tanto "títulos-valor"⁴⁸.

La designación de instrumentos financieros es bastante amplia, ya que incluye todo tipo de herramientas de las cuales puede valerse un comerciante para obtener o brindar financiación. Sin embargo, en términos bursátiles resulta apropiado realizar una diferencia entre instrumentos de deuda e instrumentos de representación. Los instrumentos de deuda que se negocian en el mercado organizado son inversiones a mediano y largo plazo. Los inversionistas pueden encontrar en estos instrumentos alternativas que atienden sus objetivos de inversión, tales como: generación de flujo de efectivo, protección contra devaluación de moneda, ganancias de capital. Por ejemplo, aquellos que son emitidos por el Estado (instrumentos gubernamentales) como los bonos o letras del tesoro, y por las sociedades que buscan una opción a su financiamiento (instrumentos corporativos privados) al emitir bonos, certificados de inversión, y aquellos instrumentos cuyo precio depende del valor de un activo subyacente de un contrato marco, conocidos como derivados⁴⁹.

El objeto de los instrumentos "derivados" es distribuir el riesgo resultante de los movimientos inesperados del precio subyacente entre los participantes que desean disminuir dicho riesgo y aquellos que están dispuestos a asumirlo. Estos activos subyacentes pueden ser de tipo financiero (entre otros, precios de tasas de interés, divisas, inflación, valores cotizados en Bolsa, índices de precios) o no financieros (entre otros, oro, maíz, petróleo, café). Entre los instrumentos "derivados" más utilizados están: los futuros, opciones, forwards o contratos adelantados, swaps, warrants. En cuanto a los instrumentos de representación, el uso de la tecnología ha permitido desarrollar nuevas opciones y alternativas para que un inversionista participe en el mercado accionario de las sociedades que

⁴⁸ Ibáñez, Mercado de Valores. 4.

⁴⁹ Rodríguez, Contratación Bancaria y Financiera, 165

representan su capital por este medio. En este grupo encontramos las acciones y las obligaciones convertibles en acciones⁵⁰.

Valga indicar que a partir del año 2002 se creó la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta⁵¹, con la cual, los tradicionales instrumentos bursátiles negociados en papel transitaron por un proceso de desmaterialización convirtiéndose en notas contables efectuadas en un Registro Electrónico de Cuentas de Valores llevado por una institución Depositaria (art.2 letra C), que para el caso es la Central de Deposito de Valores de El Salvador (CEDEVAL).

Tal como lo expresa el art. 1 de la referida Ley, *las anotaciones electrónicas en cuenta representan valores negociables mobiliarios, incorporados a un registro electrónico y no a un documento*. Por lo que, hoy en día, los valores negociados en el mercado bursátil de El Salvador (como en la mayoría de mercados en la actualidad) son completamente desmaterializados.

Dentro de los valores negociados en el mercado salvadoreño, encontramos: a) los títulos de renta fija, funcionan como un préstamo, en el cual la empresa capta recursos a través de la emisión de títulos valores, comprometiéndose a realizar pagos de intereses y a devolver el importe total de la deuda de acuerdo a las características de la emisión. La inversión en renta fija no está exenta de riesgo, resultando fundamental conocer a emisor, su grado de solvencia, y clasificación de riesgo; b) las Acciones (Títulos de Renta Variable), que permite a las empresas captar recursos a cambio de la emisión de acciones representativas de su capital social. Se denominan títulos de Renta Variable, debido a que los dividendos que pagan a los accionistas dependen de los resultados obtenidos por la empresa emisora⁵².

2. La protección del mercado de capitales ante el abuso de información privilegiada.

Por abuso de información privilegiada, en una primera aproximación, puede entenderse “el acto de comprar o vender valores tomando como base información reservada sobre el ente emisor de dichos valores o sobre el mercado del ente emisor que, al difundirse públicamente, determinará un alza o baja en los precios, de tal manera que quien así actúa, al vender y/o comprar, evade una pérdida o bien obtiene un beneficio⁵³”.

Estas prácticas son calificadas como ilícitas en la gran mayoría de los países que participan de la dinámica de los mercados de valores, siendo prohibidas, por regla general, desde el ámbito del derecho administrativo sancionador y siendo que, en ciertos ordenamientos jurídicos ante las infracciones que comporten un mayor nivel de dañosidad para el correcto funcionamiento del mercado, la confianza de sus inversores, la equidad y transparencia informativa, el patrimonio de los inversores

⁵⁰ Rodríguez, Contratación Bancaria y Financiera, 165-166.

⁵¹ Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta (El Salvador: Asamblea Legislativa de El Salvador, 2002).

⁵² Rodríguez, Contratación Bancaria y Financiera, 166.

⁵³ Adán Nieto Martín y Carlos Ernesto Sánchez Escobar, Derecho Penal Económico (San Salvador: Consejo Nacional de la Judicatura, 2009), 214.

o bien de los emisores (según la concepción adoptada del bien jurídico protegido), se han previsto sanciones desde el ordenamiento jurídico penal.

2.1. Definición de información privilegiada en el ámbito bursátil.

Este es el primer y, probablemente, más determinante elemento de las practicas denominadas como abuso de información privilegiada, por lo que resulta imperioso arribar a una definición lo más exacta posible. Al respecto el profesor español, Ignacio Moralejo, define a esta como toda información de carácter concreto que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros de los comprendidos en el ámbito de aplicación de la Ley del Mercado de Valores, o a uno o varios emisores de los citados valores negociables o instrumentos financieros, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de valores⁵⁴.

El precitado expositor, señala que la característica esencial de la información privilegiada es que se mantenga en una esfera reservada, de suerte que sea conocida por un grupo reducido de personas. Asimismo, resulta ser decisivo, no obstante, que la información sea trascendente para el mercado. Ha de ser información que potencialmente al menos pueda producir en el mercado un impacto apreciable⁵⁵.

Por nuestra parte, una definición que, a nuestro parecer resulta ser lo más puntual y concreta posible en relación a la denominada información privilegiada, sería entender por esta, a toda aquella información de carácter reservado o no hecha pública, a la cual tienen acceso un limitado número de personas en razón de su cargo dentro de la estructura corporativa del ente emisor, o bien en razón de su actividad profesional, su actividad empresarial o su vinculación con el referido emisor, la cual es capaz de influir en la cotización de los precios de los valores e instrumentos negociados en el mercado valores de un país determinado.

En El Salvador, encontramos en el Art. 35 de la Ley del Mercado de Valores, un tratamiento de la que se ha dado en denominar como “*información reservada*”. Disposición bastante amplia que establece en su primer inciso, lo siguiente:

*“Con la aprobación unánime de los directores, la sociedad emisora de valores podrá dar carácter de reservado a hechos o antecedentes relativos a negociaciones pendientes, que de ser conocidas pudieren perjudicar su resultado y, en consecuencia, afectar el interés de la sociedad emisora. Esta decisión deberá comunicarse a la bolsa respectiva y a la Superintendencia a más tardar el día hábil siguiente a su adopción. **Para estos efectos se entiende por hecho o información de carácter reservada la que un buen comerciante con negocio propio consideraría importante para sus decisiones**”.* (El resaltado es propio).

⁵⁴ Ana Belén Campuzano, Fernando Conlledo Lantero, Ricardo J. Palomo Zurdo, ed., Los Mercados Financieros (Valencia: Editorial Tirant lo Blanch, 2013), 387.

⁵⁵ Campuzano, Los Mercados Financieros, 388.

De la citada disposición se extrae una definición, que, en principio resulta ser bastante ambigua e imprecisa, pero que arroja elementos importantes en la construcción del contenido del concepto de información privilegiada. De ahí que, resulte ser sustancialmente amplia la expresión de la disposición cuando ha referido que **se entiende por hecho o información de carácter reservada la que un buen comerciante con negocio propio consideraría importante para sus decisiones**, con lo cual, el legislador nos estaría llevando a la aplicación del estándar de responsabilidad aplicable en materia civil y mercantil.

De manera que, el Código de Comercio, en su artículo 947 en forma idéntica en torno al estándar de diligencia o responsabilidad ha establecido que, las obligaciones mercantiles deben cumplirse con la diligencia de un buen comerciante en negocio propio, lo cual, supone un grado de diligencia intermedio u ordinario en la administración de los negocios, lo que entronca perfectamente con el Art. 42 Inciso 3, del Código Civil. En ese sentido, los directores de las sociedades mercantiles emisoras de valores deben ser lo suficientemente prudentes para advertir que información podría resultar relevante a los efectos de poder influir en las cotizaciones, bien en cuanto a su alza de precio o al desplome de su valor.

Igualmente, resultan importantes los incisos 4 y 5 de la precitada disposición de la LMV, que al respecto han dispuesto lo siguiente:

Los directores, administradores y toda persona que, en razón de su cargo o posición en la sociedad, tengan acceso a información que aún no hay sido oficialmente difundida al público, en cumplimiento de esta Ley y que pueda influir en los precios de sus valores, guardarán estricta reserva sobre ella. Igual obligación tendrán los auditores externos de la sociedad y los funcionarios de la Superintendencia que tengan acceso a información reservada⁵⁶.

Se prohíbe a las personas mencionadas en el inciso anterior valerse de dicha información para obtener para sí o para otros, ventajas mediante la compra o venta de valores. Ellas deberán velar, asimismo, para que esto tampoco ocurra a través de subordinados o terceros de su confianza.

De este cuarto inciso de la disposición, se advierte que solo un número limitado de personas pueden llegar a tener acceso a la información de carácter reservado, bien por tratarse de administradores, directores, los mismos accionistas, los miembros de los órganos de vigilancia como los auditores, e incluso personas que sin formar parte de la estructura societaria del emisor podrían llegar a tener conocimiento de información que resulte relevante a los efectos de las cotizaciones bursátiles, incluidos los funcionarios de la Superintendencia del Sistema Financiero, y nos atreveríamos a afirmar que incluso todos aquellos funcionarios y empleados públicos que por razón de su cargo puedan llegar a tener acceso a información de carácter reservado.

⁵⁶ Ley de Bancos (El Salvador: Asamblea Legislativa de El Salvador, 1999), art. 201 Inc. 1 y 2. En similar sentido la Ley de Bancos dispone que los que divulgaran o revelaren cualquier información de carácter reservado sobre las operaciones de los bancos o sobre los asuntos comunicados a ellos, o se aprovecharen de tales informaciones para su lucro personal o de terceros, incurrirán en responsabilidad por los daños y perjuicios que hubieren ocasionado, sin perjuicio de las sanciones penales que pudieren corresponderles.

El otro aspecto que se extrae del último de los precitados incisos (quinto de la disposición), es lo referente a que la información pueda resultar relevante o idónea, a los efectos de incidir en el precio de compra o venta de los valores negociados en el mercado bursátil, por lo que habrá que analizar si la información es objetivamente capaz de influir en la cotización bursátil pues de lo contrario, pese a que pudiera tener un carácter reservado, su falta de aptitud para influir en las cotizaciones hará que la información sea irrelevante a los efectos de establecer una sanción.

2.2. Características de la información privilegiada.

En definitiva, la información para que se considere privilegiada, debe ser capaz de influir en las cotizaciones bursátiles, situación en la que hay conformidad al unisonó tanto en las legislaciones que prohíben las prácticas de abuso de tal información privilegiada como en los tratadistas especializados en la materia. Sin embargo, es preciso, establecer las notas o características esenciales que permitan apreciar cuando estamos frente a información que pueda tener el calificativo de privilegiada a los efectos que hoy nos interesan.

En primer lugar, la información no debe ser pública. La información es pública cuando resulta ya disponible para el inversor medio. No basta, por tanto, que esté al alcance exclusivamente de inversores muy cualificados o un grupo de amigos. De hecho, estas personas “privilegiadas” se convertirían en *insiders* como fruto de la comunicación. La disponibilidad exige no sólo que sea conocida, sino que exista además tiempo material para que se activen operaciones⁵⁷.

Resulta válido afirmar que se trata de información que, en muchos de los casos se mantiene bajo secreto y cuyo conocimiento se encuentra limitado a un reducido número de personas. Como lo afirma Pilar Otero, en el ámbito del delito de abuso de información privilegiada cometido por funcionarios públicos, que es una de las modalidades que puede adoptar este delito, la citada profesora, introduce algunos elementos sustanciales en cuanto al secreto de la información, expresando que esta se caracteriza porque sólo es conocido por un círculo limitado de personas de manera oficial, por razón del ámbito competencial atribuido al cargo público desempeñado, sin que deba ser clasificado legalmente como tal, debiendo existir intención de mantenerlo en ese régimen de exclusividad respecto de su conocimiento por terceros que no podrían averiguarlo fácilmente por otras vías. Asimismo, debe concurrir un interés serio y objetivo para su no divulgación pública, motivado por la trascendencia patrimonial que podría derivarse de su uso⁵⁸.

Sin embargo, aclara la precitada autora, la información privilegiada se refiere a hechos o circunstancias que sí van a ser publicados, notificados o divulgados en un futuro, aunque todavía no lo sean en el momento en el que se abusa de la misma⁵⁹.

⁵⁷ Norberto J. De La Mata Barranco et al. Derecho Penal Económico y de la Empresa (Madrid: Editorial Dykinson, 2024), 470.

⁵⁸ Pilar Otero González, “Abuso de información privilegiada de funcionario (delito de)”, Revista Eunomía. Revista en Cultura de Legalidad, n1, (2011): 170.

⁵⁹ Ibidem.

En segundo lugar, la información debe tener un carácter concreto. de manera que una información tendrá este carácter concreto cuando se refiere a una serie de circunstancias o hechos que se dan o que se puede esperar razonablemente que se vayan a dar. La información privilegiada puede versar, por tanto, sobre hechos o circunstancias futuros, aunque no este claro si su influencia en el precio vaya a ser positiva (alza de la cotización) o negativa (caída del precio de cotización). En todo caso, la información debe ser lo suficientemente específica “como para permitir extraer alguna conclusión sobre sus efectos”⁶⁰.

En tercer lugar, la información debe hacer referencia directa o indirecta a uno o varios emisores o uno o varios instrumentos financieros. Existe una fuerte discusión doctrinal acerca de cuál debe ser el objeto de la información privilegiada. En la doctrina se encuentran dos opciones: aquella que maneja un concepto estricto según el cual información privilegiada es la que tiene que ver en exclusivamente (y directamente) con hechos que atañen a la propia corporación; y la que mantiene un concepto amplio (información de mercado), para la que también constituye información privilegiada la relacionada con el mercado, la situación económica, y por tanto solo relacionada indirectamente con el emisor (verbigracia la bajada de los tipos de interés, la subida del petróleo, una nueva regulación etc.)⁶¹.

En cuarto lugar, la información debe revestir idoneidad o relevancia. La información, de hacerse pública, puede influir sobre los precios de dichos instrumentos o sobre los instrumentos derivados relacionados con ellos. Se trata sin duda del elemento más importante de la definición. La idoneidad de la información debe examinarse desde el punto de vista de un inversor razonable y desde una perspectiva *ex ante*, es decir, en el momento en que el iniciado hace uso de ella, con independencia de si *ex post* esa información resultaba o no importante⁶².

2.3. Protección del Mercado de Valores salvadoreño ante prácticas que constituyan una alteración o distorsión de su normal funcionamiento.

En el ordenamiento jurídico salvadoreño se prevé un marco normativo en torno al funcionamiento del mercado de valores y a su protección ante prácticas que puedan alterar su estructura y normal funcionamiento, mayoritariamente desde el derecho administrativo, como el caso de la Ley del Mercado de Valores, que establece un catálogo de infracciones y su respectiva sanción en el Art. 107. De igual manera, la Ley de Competencia establece un catálogo de prácticas que al resultar anticompetitivas puedan afectar la pluralidad del mercado y la eficiencia de la economía pública, sin excluir a los mercados que integran el sistema financiero tal como se prevé en los Arts. 25, 26, 30 y 31 de la precitada Ley.

⁶⁰ De la mata Barranco, Derecho penal económico, 470.

⁶¹ Ibid. 471. Hoy la mayoría de la doctrina considera que a efectos del delito de *insider trading* ambas son relevantes, lo decisivo es que la información de mercado cumpla con el resto de los requisitos

⁶² Ibid. 472. Por tanto, la definición de información privilegiada exige además que sea capaz de influir de manera apreciable, lo que desde el punto de vista del principio de fragmentariedad y determinación requiere dejar fuera los casos sobre los que existan dudas acerca del efecto que desplegarán.

A nivel de protección penal, es muy escasa la normativa que gira en torno a la prevención y sanción de conductas que pudieran afectar gravemente el mercado, pese que por mandato constitucional el Estado está obligado a velar por el bienestar del orden económico (Art. 101 Inc. 2 Cn), estableciéndose algunos delitos que pudieran guardar relación con la actividad financiera producida en el mercado de valores como es el caso del delito de Agiotaje contemplado en el Art. 236 del Código Penal, el de Infidelidad Comercial contenido en el Art. 230 CP, los cuales como se lograra advertir en el desarrollo del presente trabajo, resultan insuficientes para garantizar que el mercado este protegido contra practicas dañinas específicas, como las de abuso de información privilegiada.

2.3.1. Protección constitucional ante prácticas que distorsionan el normal funcionamiento del mercado.

A partir de lo establecido en el Art. 101 de la Constitución de la República, el Estado tiene el deber velar porque el orden económico del país responda esencialmente a principios de justicia social, que tienda a asegurar a todos los habitantes del país una existencia digna propia de la naturaleza humana, debiendo promover el el desarrollo económico y social mediante el incremento de la producción, la productividad y la racional utilización de los recursos; así como el fomento de los diversos sectores de la producción y la defensa del interés de los consumidores.

Por mandato constitucional, es deber del Estado garantizar la libertad económica, en lo que no se oponga al interés social. Mandato constitucional que, además, comporta para Estado el deber de fomentar y proteger la iniciativa privada dentro de las condiciones necesarias para acrecentar la riqueza nacional y para asegurar los beneficios de ésta al mayor número de habitantes del país (art. 102 Cn).

En ese orden de ideas, el Estado tiene el deber de velar por prevenir todas aquellas conductas o prácticas que podrían resultar nocivas para el eficiente desenvolvimiento económico del país, de tal manera que cada uno de los eslabones que forman parte de la cadena de valor puedan desempeñar cabalmente su rol en la producción de bienes y en la prestación de los servicios, debiendo el Estado garantizar todas las condiciones mínimas, para que su eficiente funcionamiento no se vea alterado en forma alguna, procurando potenciar en todo momento los principios inspiradores del libre mercado, tales como los de la lealtad en la competición, la buena fe, el justo equilibrio, transparencia, equidad e igualdad de oportunidades.

Entre las practicas que pueden distorsionar el mercado y en las que el legislador constitucional ha puesto mayor énfasis se encuentran las denominadas prácticas monopólicas⁶³, las cuales, consisten

⁶³ Estas prácticas vienen prohibidas especialmente en la Ley de Competencia (El Salvador: Asamblea Legislativa de El Salvador, 2004), mediante la calificación de “prácticas anticompetitivas” (art.1). En objeto del derecho de defensa de la libre competencia gira entorno a promover, proteger y garantizar la competencia, mediante la prevención y eliminación de prácticas anticompetitivas que, manifestadas bajo cualquier forma limiten o restrinjan la competencia o impidan el acceso al mercado a cualquier agente económico, a efecto de incrementar la eficiencia económica y el bienestar de los consumidores. Estableciendo una prohibición específica relativa a los acuerdos, pactos, convenios, contratos y cualesquiera actos entre competidores (art. 25) y no competidores (art. 26) cuyo objeto sea limitar o restringir la

en la consolidación de verdaderos monopolios en favor de los particulares, lo cual, por expreso mandato constitucional está prohibido, tal y como se advierte del art. 110 de la Cn, que permite únicamente los monopolios en favor del Estado cuando el interés social lo haga imprescindible.

Por otro lado, el reconocimiento del sistema financiero viene dado por el art. 111 de la Constitución, encomendando el poder de emisión de especies monetarias exclusivamente al Estado, el cual puede ejercerlo directamente o por medio de un instituto emisor de carácter público. De la misma manera se dispone que *el “...régimen monetario, bancario y crediticio será regulado por la ley...”*, que en la práctica viene siendo regulado por una cantidad bastante amplia leyes y cuerpos normativos que giran en función a los diferentes componentes del sistema financiero, a las cuales nos referiremos en lo sucesivo. De igual manera, el Estado tiene el deber de orientar su política monetaria con el fin de promover y mantener las condiciones más favorables para el desarrollo ordenado de la economía nacional

A pesar del rol que el Estado debe cumplir, en ciertos sectores de la economía del país se suelen presentar modalidades de comportamientos que pueden llegar a vulnerar la eficiencia de la economía pública, lo cual, a su vez, trae como consecuencia serias afectaciones a los sectores productivos del país, tanto del comercio, la industria, el transporte, los servicios, la banca, el turismo, la construcción, el agro, así como en el resto de rubros de económicos, cuyos efectos llegan a impactar finalmente en los consumidores, la canasta básica, el sistema de pensiones, los inversionistas, los salarios, el servicio de salud y el abastecimiento de medicamentos, tanto como a los servicios públicos prestados directamente por el Estado.

Esta problemática se eleva aún más en los mercados de financieros, en los cuales, debido a sus especiales características, a su grado de masificación en las relaciones económicas y al rol tan determinante en el desenvolvimiento de cada una de las facetas de la vida económica y social de un país, merece una especial atención. Es en este escenario donde se han gestado las prácticas más nocivas para la economía pública del país, como los desfalcos financieros que se han venido sucediendo desde principios y mediados de los años noventa hasta la actualidad.

El mercado de valores no está exento de sufrir este tipo de prácticas lesivas a los intereses generales, como es el caso del abuso de información privilegiada, el cual, va referido a operaciones de compra o venta de valores o instrumentos cotizados en la Bolsa de Valores, aprovechando el acceso a información reservada, que resulta relevante para la toma de decisiones en las transacciones bursátiles; información, que, por lo general, va referida al ente emisor que al difundirse públicamente podría determinar un alza o baja en los precios, de tal manera que el que así actúa, al vender y/o comprar evade una pérdida o bien obtiene un beneficio, lo cual, el ordenamiento jurídico reprocha por el trato desigual y la falta de transparencia en el flujo de información, piedra angular de este mercado.

competencia o impedir el acceso al mercado a cualquier agente económico, en los términos y condiciones establecidos en la presente ley. Se prohíben además los abusos de posición dominante (art.30) y las concentraciones que puedan generar un grave daño a la integridad y eficiente funcionamiento del mercado (art.31).

2.3.2. Protección en la normativa de orden penal y administrativa ante el abuso de información privilegiada.

La protección del sistema financiero, prevista en el derecho administrativo es complementada por el derecho penal económico, en la prevención de prácticas que tienden a distorsionar el mercado, auxiliándolo con un papel preponderante en cuanto sanciona conductas que infringen principios propios del derecho bursátil, protectores de la fe pública y de los derechos del consumidor-inversionista.

Particularmente se destaca la protección desde el derecho penal económico, de una serie de principios relevantes para el sistema financiero, entre los que se encuentran: a) el secreto y la reserva sobre las operaciones de especial trascendencia en el mercado bancario; b) la prohibición de valerse de información privilegiada en la negociación bursátil; c) el deber de informar sobre hechos relevantes y de mantener información continua al público; d) el deber de establecer murallas chinas, en el sentido de evitar conflictos de interés entre los que se hacen en una dependencia del emisor o del intermediario y lo que se practica en otra; o en dependencias distintas de un mismo conglomerado. En otras palabras, se protege al consumidor por la vía de separar funciones; e) la prohibición de manipular las cotizaciones de los títulos o valores⁶⁴.

En El Salvador, la normativa vigente tendiente a tutelar a los inversionistas y al mercado de valores ante prácticas de abuso de información privilegiada viene establecida de forma muy limitada por la normativa administrativa aplicable a la materia, no así por el derecho penal, donde ninguna prohibición existe en cuanto a negociar con información reservada. Tal como ha sido señalado anteriormente, la protección frente a este tipo de prácticas viene desde el derecho administrativo sancionador especialmente por la prohibición establecida en el Art. 35 de la Ley del Mercado de Valores, que anteriormente hemos analizado y la sanción que la misma ley establece en el Art. 107 letra h), al establecer una multa de hasta dos veces el monto de la operación o transacción respectiva, con un mínimo de cien mil colones.

Asimismo, el precitado artículo 107 literal h), de la Ley del Mercado de Valores salvadoreña, establece que la multa que podrían enfrentar los directores y los administradores (sujetos activos de la infracción del Art. 35 LMV), debe entenderse "***sin perjuicio de la responsabilidad penal que podrá deducirse al incurrir en un hecho tipificado como delito***". Con lo cual, resulta necesario hacer una revisión de la normativa penal a efectos de verificar si existen tipos penales que puedan resultar como consecuencia del abuso de información privilegiada en las cotizaciones bursátiles.

En ese sentido el Código Penal, a partir del Libro II, Título IX, Capítulo II, regula los delitos relativos al Mercado, la Libre Competencia y la Protección del Consumidor. Que resultaría ser el agrupamiento o familia de delitos más próximos dentro de los que se insertaría la prohibición del abuso de información privilegiada, pues, en definitiva, tiende a tutelar al mercado de valores frente a las distorsiones y prácticas que puedan alterar su normal funcionamiento. Así, dentro de esta familia de delitos

⁶⁴ Novoa, Derecho del Mercado de Capitales, 48.

encontramos uno de ellos que tiene una directa conexión con la operatoria bursátil y su protección, nos referimos al delito de Agiotaje tipificado en el artículo 236 del Código Penal, que dispone el reproche penal para todo aquel que divulgare hechos falsos, exagerados o tendenciosos o empleare cualquier artificio fraudulento que pudiese producir desequilibrio en el mercado interno de mercancías, salarios, valores o títulos negociables.

Otro delito que podría llegar a tener una relación, aunque no tan directa y no tan clara en función a la protección del mercado de valores, es el tipificado como “Infidelidad Comercial” contenido en el artículo 230 CP, conforme al cual, todo aquel que se apodere de documentos, soporte informático u otros objetos, para descubrir o revelar un secreto evaluable económicamente, perteneciente a una empresa y que implique ventajas económicas, será castigado con prisión de seis meses a dos años. Sin embargo, la conducta descrita en la ley nos parece contraria a la Garantía de Determinación de los Tipos Penales, por cuanto la conducta prevista en la precitada disposición es extremadamente genérica e imprecisa, lo que resulta contrario al principio de legalidad (*Nullum Cirmen, Nulla Poena Sine Lex Certa*).

Y es que, conforme al principio de legalidad, se requiere que en el tipo penal se formule una descripción precisa de las conductas prohibidas, así los comportamientos no deben ser señalados de manera indefinida o mediante cláusulas genéricas, al contrario, se impone aquí la determinación taxativa de las acciones u omisiones, mediante una exhaustiva descripción de los requisitos que llenaran el supuesto de hecho⁶⁵. El delito de infidelidad comercial es tan genérico que deja a entera libertad del juzgador determinar qué tipo de comportamientos podrían resultar constitutivos de la infracción penal, esto es, para quienes podría representar ventaja los secretos revelados o divulgados, que tipo de ventajas económicas comprende la infracción, que parámetros habrán de considerarse para que el secreto relevado o divulgado se considere como evaluable económicamente y en que ámbitos.

Pese a ello y dejando de lado la técnica de tipificación del anterior delito, este no recoge los elementos típicos propios de las prácticas de los iniciados, denominada también como abuso de información privilegiada o *insider trading*, por cuanto este último delito tendrá lugar siempre que se haya hecho uso de información que resulte reservada y relevante para las negociaciones de valores e instrumentos financieros negociados dentro del mercado bursátil, pero no solo su acceso o revelación resulta suficiente para la configuración típica de la infracción sino que además requiere otras circunstancias como el grave impacto en la integridad del mercado o la obtención de un beneficio cuantificable económicamente.

Son estas las únicas prohibiciones que desde el orden penal se han previsto para la salvaguarda de la integridad y el correcto funcionamiento del mercado de valores, ante este tipo de prácticas pese a

⁶⁵ Carlos Ernesto Sánchez Escobar, “Política Criminal y Principialismo. Una perspectiva desde los principios de legalidad, dignidad, lesividad y culpabilidad” (VIII Conferencia Iberoamericana sobre Política Criminal y Delincuencia en El Salvador, Noviembre de 2001).

la importancia que este juega dentro del orden económico general del país. Esta falta de protección para el mercado bursátil desde el ámbito penal, obedece a que nuestro país no lleva mucho tiempo en la operatoria de valores, siendo que la primera y única Bolsa de Valores de nuestro país inicio funciones a partir del año 1992, es decir, hace poco más de treinta años, mientras que las Bolsas de Valores de los países desarrollados, especialmente en Europa, datan desde el siglo XVII, como es el caso de la Bolsa de Valores de Ámsterdam de 1602, la Bolsa de Londres de 1801, la Bolsa de Paris de 1724 y, en el continente Americano la Bolsa de Valores de Filadelfia de 1790, adquirida por NASDAQ en el año 2008; asimismo, la Bolsa de Valores de Nueva York de 1792, y en Asia la Bolsa de Valores de Bombay de 1875.

Por lo que, la falta de una suficiente regulación y protección desde el orden penal para este sector del sistema financiero obedece a que nuestro mercado de valores es de reciente data, aun emergente y, por lo tanto, no es de extrañarse que el legislador no haya considerado dotar de protección a este mercado frente a ciertas prácticas que se han demostrado ser dañinas en los mercados bursátiles de países con mayor tradición en esta industria. A pesar de lo anterior, nuestro mercado bursátil no está exento de sufrir alteraciones o distorsiones por parte de quienes maliciosamente realizan prácticas abusivas en el mercado, todo lo contrario, es debido al reciente apareamiento de nuestro mercado de valores que el mismo se encuentra frágil y vulnerable ante agentes que puedan llegar a manipular la información y las cotizaciones del mercado e influir negativamente en su correcto desenvolvimiento. Razón por la cual se vuelve de imperiosa necesidad adoptar una política criminal y una normativa tendiente a perfeccionar y, cuanto menos, proteger este sector económico.

Por su parte, la Ley Especial Contra Delitos Informáticos y Conexos, regula algunos tipos penales que sancionan el acceso y divulgación de información o datos confidenciales valiéndose de la utilización de las tecnologías de la información y la comunicación, entre ellos el delito de Acceso Indebido a Sistemas Informáticos (Art. 4), el delito de Acceso Indebido a Programas o Datos Informáticos (Art.5), el delito de Violación de la Seguridad del Sistema (Art.9), el delito de Espionaje Informático (Art.12), el delito de Divulgación No Autorizada (Art.23), el delito de Obtención y Transferencia de Información de Carácter Confidencial (Art. 25). Siendo estos solo algunos delitos que podrían, eventualmente, tener alguna relación o entrar en concurso con la protección de la información y datos utilizados en las negociaciones bursátiles, aunque ninguno de dichos tipos penales tiene una relación directa en torno a la protección del mercado de capitales, por lo que, tampoco en este cuerpo legal se encuentra una normativa que dote de protección específica ante el abuso de información privilegiada.

En los ordenamientos jurídicos modernos, el uso de información privilegiada va encontrando cada vez un reproche desde el orden penal, pues tiende a afectar gravemente los principios de equidad y transparencia informativa que rigen en los sistemas financieros, lo que conlleva a serias afectaciones en la confianza de los inversionistas en el mercado. Si bien, se trata de un delito de incorporación relativamente reciente en la mayoría de legislaciones, lo cierto es que resulta necesario a efecto que los entes que se encargan del manejo, administración y control de información financiera privilegiada no obren con absoluta discrecionalidad con relación a tal información.

Como ya se ha hecho mención, en nuestro país el uso de información privilegiada mantiene un estatus de protección a nivel meramente administrativa, tal como se prevé en el precitado art. 35 de la Ley del Mercado de Valores y su correspondiente sanción en el mismo cuerpo normativo, específicamente en el Art. 107 letra h), de la LMV. Entre los ordenamientos jurídicos que han inspirado nuestro modelo normativo se encuentra el caso de España, país donde se recoge este tipo de comportamientos a nivel del reproche penal. En el art. 285 y 285 Bis del Código Penal español, se contempla el tipo penal de abuso de información privilegiada, comportamiento el cual ha merecido una criminalización a partir de 1995, considerando que existe la pretensión de que el mercado de valores sea lo más perfecto posible, por tratarse de un mercado de interés público.

Lo anterior implica que todos los intervinientes deben tener igualdad en cuanto al acceso a la información y a un coste similar (igualdad informativa), de forma tal que, solo bajo esas condiciones de igualdad el mercado puede atraer al mayor número de inversores, lo que es fundamental para que el mercado funcione de forma eficaz. El mercado debe tener la capacidad de reflejar toda la información posible, para que cada inversor se encuentre en capacidad de poder adoptar sus decisiones de forma racional. Además, la eficiencia informativa exige no solo que circule una masa considerable de información, sino que la misma sea de calidad.

2.3.3. Normativa internacional vinculada a la protección frente a prácticas de abuso de información privilegiada.

En el ámbito de la regulación internacional en contra de las practicas que atentan contra el mercado de valores, la Superintendencia del Sistema Financiero de nuestro país mantiene una estrecha relación de cooperación regulatoria activa con la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO por sus siglas en inglés), adoptando estándares globales para el fortalecimiento de la supervisión financiera. IOSCO, desarrolla e implementa estándares y principios globalmente reconocidos para la regulación del mercado de valores a los cuales se adhiere nuestro país mediante la Superintendencia y que incluyen, entre otros, la lucha, prevención y castigo contra todas aquellas practicas orientadas a distorsionar y generar abusos de mercado, entre ellos, las prácticas de abuso de información privilegiada, delito de iniciados o del *Insider Trading*.

Esta organización, integrada, entre otros, por las Comisiones de Valores de los distintos países, y que se ha convertido en la principal organización a nivel mundial responsable de la aproximación de las normativas nacionales de valores y de la aplicación de estas, considera la justicia del mercado como uno de los objetivos de la regulación de valores. En efecto, en el documento denominado *Objetivos y Principios para la Regulación de los Mercados de Valores (Objectives and Principles of Securities Regulation)*, formulados en 1998 por IOSCO y cuya última revisión fue realizada en 2017, viene afirmando, desde su redacción originaria, que los tres objetivos de la *securities regulation* son: a) la protección del inversor, b) asegurar que los mercados son “*fair, efficient and transparent*”, y c) la reducción del riesgo sistémico. Unos objetivos que han hecho suyos, con unos u otros matices, las

normas legales reguladoras de los mercados de valores en los principales ordenamientos jurídicos de nuestro entorno cultural. Y a las autoridades de valores corresponde velar por su cumplimiento⁶⁶.

El referido documento (Objetivos y Principios para la Regulación de los Mercados de Valores de IOSCO), es el estándar global fundamental para promover la regulación del mercado de valores a nivel internacional, el cual está constituido por 38 principios, entre los que se encuentran el Principio de Transparencia en la Negociación (principio número 16), conforme al cual se recomienda que las regulaciones se orienten a exigir la divulgación completa, actualizada y veraz de la información relevante por parte de los emisores, con ello se restringen las oportunidades de que la información privilegiada pueda llegar a emplearse para el beneficio particular de algunas personas. De la misma manera, se establece el Principio de Prohibición de Prácticas Injustas (Principio Número 27), que orienta a que las regulaciones deban diseñarse específicamente para disuadir la manipulación y otras prácticas injustas y desequilibradas de negociación, lo que incluye el uso de información reservada.

Con dichos estándares, por tanto, se pretende una protección de los inversores, intentando asegurar que los inversionistas estén protegidos contra prácticas desleales, fraudes y abusos como los cometidos por el *insider trading*. Estableciéndose, por tanto, deberes de conducta, pues los principios requieren que los intermediarios del mercado (entre ellos las casas corredoras de bolsa), prioricen el interés del cliente (Principio Número 21) y tiendan en todo momento a asegurar y garantizar la confidencialidad de la información (Principio Número 20). Asimismo, se pretende garantizar que los mercados sean justos, equitativos, eficientes y transparentes, promoviendo la integridad del mercado, la formación eficiente de precios y la divulgación oportuna de información. Mediante estos estándares se pretende la reducción del denominado riesgo sistémico y lograr asegurar la solidez de la infraestructura financiera y la gestión de riesgo en los sistemas financieros de manera general.

La Superintendencia del Sistema Financiero de nuestro país suscribió el 18 de septiembre de 2013, en una ceremonia especial realizada en Luxemburgo, su adherencia al Memorandum Multilateral de Entendimiento (MMoU, por sus siglas en inglés), de la Organización Internacional de Comisiones de Valores, el cual fue también firmado por países como Andorra, Bahamas, Bosnia-Herzegovina, Emiratos Árabes Unidos, Irlanda, Latvia, Malawi, Qatar, Trinidad y Tobago y Vietnam ante el Secretario General de IOSCO. La firma de dicho Memorandum, fue parte de un acto protocolario derivado de la aceptación oficial por parte de IOSCO y firma del MMoU por parte de la Superintendencia del Sistema Financiero, ocurrido el 12 de octubre de 2012. Previo a la firma del Memorandum la Superintendencia se sometió a un largo proceso de evaluaciones sobre el marco regulatorio del mercado de valores de El Salvador que inicio desde el año 2008⁶⁷.

⁶⁶ Aurora Martínez Flórez, Los Fundamentos de la Prohibición del Abuso de Mercado, (Valencia: Tirant lo Blanch, 2019), 52-53.

⁶⁷ Superintendencia del Sistema Financiero: "Comunicado de Prensa: SSF firma Memorandum Multilateral de Entendimiento IOSCO", <https://www.ssf.gob.sv/images/firma%20memorandum%20IOSCO.pdf>. (Consultado el 11 de noviembre de 2025).

Con dicha aceptación de convertirse en signatario del MMoU, la Superintendencia del Sistema Financiero se somete a facilitar la cooperación con otros entes Supervisores, ayudar a ampliar el foco de supervisión al contar con información sobre los participantes del mercado de valores de El Salvador que operan en otros países, adhiriéndose a los principios y estándares fijados por IOSCO para fomentar la transparencia, la integridad y la equidad del mercado, con el propósito de fortalecer la capacidad para detectar y detener los crímenes financieros a nivel internacional.

Otros instrumentos internacionales que se vinculan con la protección del mercado de valores a los cuales El Salvador se encuentra sometido son la Convención de las Naciones Unidas contra la Corrupción, conocido como Convención de Mérida, que exige a los Estados a adoptar las normas, políticas y medidas para proteger a los mercados financieros frente a los escenarios de blanqueo de capitales tal como se desprende el Art. 14 de la referida convención, así como la adopción de normas tendientes a tipificar delitos de corrupción, delitos que eventualmente y de forma indirecta bien podrían afectar el correcto funcionamiento de los mercados financieros.

Otra normativa internacional a la cual El Salvador se encuentra ligado es la Convención de las Naciones Unidas Contra la Delincuencia Organizada Transnacional (Convención de Palermo), la cual no regula de forma directa aspectos relacionados con el abuso del mercado de valores, pero sanciona comportamientos que de otra forma podrían afectar a los mercados financieros, como es el caso del delito de lavado de dinero y activos, el cual, está vinculado a un delito precedente de naturaleza grave y para los países que contemplan dentro de su legislación el reproche penal para el abuso de información privilegiada este hecho vendría a constituir el delito precedente, que habilitaría la persecución penal del eventual delito de lavado de dinero y activos, cuando se haya intentado ocultar, colocar, estratificar o integrar el lucro obtenido por el fraude bursátil.

Igual comentario podríamos hacer en relación al Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI), y del Grupo de Acción Financiera de Latinoamérica (GAFILAT), del cual El Salvador es parte y se encargan de establecer recomendaciones y estándares en la lucha contra el lavado de activos y el financiamiento del terrorismo. Mas precisamente, el glosario del GAFILAT y los documentos del GAFI mencionan específicamente el uso indebido de información confidencial o privilegiada y manipulación del mercado, como una de las categorías de delitos que deben considerarse como delitos precedentes de lavado de dinero y activos.

Por ende, si El Salvador tipificara como delito el abuso de información privilegiada y una persona obtuviera ganancias ilícitas por medio de tales prácticas, y luego intentara ocultar, disimular o legitimar tales ganancias, incluso a través del sistema financiero mismo, estaría cometiendo un segundo delito tipificado como Lavado de Dinero y Activos, siendo el delito de iniciados o insider trading (abuso de información privilegiada) el delito precedente que genera el lucro o provecho injusto. De manera que, el GAFI y el GAFILAT, mediante sus recomendaciones obligan a nuestro país a dopar medidas tendientes a asegurar que el dinero generado por el abuso de información privilegiada no pueda ingresar ni circular impunemente en el sistema económico formal, poniendo fin a la cadena delictual,

lo que nos indica que el comportamiento de los iniciados o insider trading merece el correspondiente reproche penal.

3. Bien jurídico protegido mediante la criminalización del delito de abuso de información privilegiada.

El derecho penal moderno (a partir de Binding) se ha desarrollado desde la *idea de protección de bienes jurídicos*. De acuerdo con ella, el legislador amenaza con pena las acciones que vulneran (o ponen en peligro) determinados intereses de una sociedad determinada. La vida, la libertad, la propiedad, son intereses o finalidades de la sociedad que el legislador quiere proteger amenazando a quienes los ataquen con la aplicación de una pena; de esta forma, tales intereses se convierten, a través de su reconocimiento en el orden jurídico positivo, en bienes jurídicos. De la idea de protección de bienes jurídicos se deducen en la teoría límites para el *ius puniendi*, es decir, para el derecho de dictar leyes penales⁶⁸.

Como afirma Faraldo Cabana, la conveniencia de la posible criminalización de las conductas de uso de información reservada solo puede estudiarse después de la determinación del bien jurídico que resulta lesionado o puesto en peligro por ellas⁶⁹. La determinación de la identidad del bien jurídico que pretende proteger el derecho penal tiene importancia capital. En primer lugar, porque el bien jurídico, como categoría, cumple una función de garantía; en segundo término, porque el bien jurídico opera (en sede e interpretación penal) como una especie de guía que permite determinar el ámbito de lo punible⁷⁰.

En el terreno que ahora nos ocupa, una de las discusiones más importantes que se han suscitado en torno al abuso de información privilegiada es en relación al bien jurídico protegido. De manera que, un sector de la doctrina ha considerado que la protección va orientada a proteger bienes jurídicos individuales mientras que otro sector mayoritario de los tratadistas orienta la protección de este tipo penal hacia bienes jurídicos de carácter colectivo o supraindividual, mientras que otro sector plantea que la protección va encaminada a la tutela de un bien jurídico plural, es decir, una afectación pluriofensiva de bienes jurídicos en la comisión del ilícito. Para su abordaje hemos considerado, partir de la idea de tres grandes modelos entorno a la identificación del bien jurídico tutelado por el tipo penal que nos ocupa, los cuales procedemos a examinar.

3.1. Modelos de protección en torno al bien jurídico tutelado mediante la criminalización del insider trading.

Con el concepto de abuso de información privilegiada se designan una serie de conductas desvaloradas administrativa y penalmente y que abarcan todo aprovechamiento de cierta información no pública ya sea por medio de su utilización en transacciones en el mercado de valores o a través de

⁶⁸ Enrique Bacigalupo, Derecho Penal Parte General, (Buenos Aires: Hammurabi, 1999), 44.

⁶⁹ Patricia Faraldo Cabana, "Algunos aspectos del delito de uso de información reservada en el mercado de valores en el proyecto de Código Penal de 1994", Revista Estudios Penales y Criminológicos, N. 18, (1994-1995): 53.

⁷⁰ Caro, Derecho Penal Económico Parte Especial, 266.

la divulgación o difusión de la misma. Las razones para tal desvalorización, tanto a nivel administrativo sancionador como penal, no encuentran una explicación uniforme en los distintos ordenamientos jurídicos como pudiera parecer en un primer momento y como equivocadamente es presentado por el legislador. La pluralidad de intereses en juego que se presentan en las interrelaciones que se desarrollan en el mercado de valores con interdependencia informativa y los distintos modelos de comprensión del mercado de valores para efectos de su regulación (que redundan en una distinta función que el derecho puede cumplir en ellos), explican la existencia de distintos modelos de protección en el abuso de información privilegiada. Estos últimos dependen de si la regulación y la sanción se orientan a la protección de uno o varios de dichos intereses⁷¹.

La discusión relativa a la determinación del bien jurídico protegido por la norma penal en el delito de iniciados nunca ha sido fácil, en tanto que existen una diversidad de posturas sobre el particular, muchas de ellas incluso contrarias u opuestas y donde cada concepción responde, al modelo económico de cada país y al desarrollo de su sistema financiero. No obstante, como afirma Faraldo Cabana, si en algo hay un consenso en la doctrina especializada, es que se entiende perfectamente y de forma unánime que estas conductas afectan gravemente a un bien jurídico relevante en una sociedad como la actual, que encuentra en el mercado de valores el más importante mercado de financiación de la inversión económica⁷².

Partiendo de la pluralidad de posiciones que sobre la determinación del bien jurídico existen, consideramos apropiada la propuesta de García Palominos⁷³, al agrupar las posturas en tres grandes modelos, que por nuestra parte preferimos enunciarlos de la manera que sigue: i) el modelo de protección de bienes jurídicos individuales; ii) el modelo de protección de bienes jurídicos supraindividuales; iii) el modelo de protección tendiente a la pluriofensividad del delito. Los cuales procederemos a examinar a detalle a continuación.

3.1.1. Modelos orientados a la protección de bienes jurídicos individuales.

En este primer modelo se sitúan esencialmente las corrientes encaminadas a la protección de intereses de carácter estrictamente individual y de contenido esencialmente patrimonial tanto de los sujetos que intervienen como emisores de los instrumentos negociados en el mercado de valores como de los inversionistas que concurren a la adquisición de los mismos con el propósito de hacer reeditar su inversión, tanto si intervienen en el mercado primario como si lo hacen en el mercado secundario de valores.

⁷¹ Gonzalo García Palominos, "Modelo de protección en normas administrativas y penales que regulan el abuso de Información Privilegiada en la legislación chilena", Revista Política Criminal: Revista Electrónica Semestral de Políticas Públicas en Materias Penales, n.15 (2013), 25.

⁷² Faraldo, Algunos aspectos del delito de uso de información reservada, 54.

⁷³ García, Modelo de protección en normas administrativas y penales que regulan el abuso de información privilegiada, 25-26. El primero de ellos que viene dado por el reconocimiento de intereses o bienes jurídicos particulares o individualizados, enfocado en la protección patrimonial de los emisores e inversores del mercado de capitales; el segundo, que reconoce la existencia de bienes jurídicos supraindividuales o colectivos; y, un tercer modelo que parte de la necesidad de construir un bien jurídico colectivo y plural, es decir, un bien jurídico supraindividual y pluriofensivo.

3.1.1.1. Afectaciones a las libertades de disposición y de patrimonios de los sujetos que participan como emisores en el mercado bursátil.

Ha sido ampliamente difundida la idea de que el uso de información privilegiada lesiona los intereses de la sociedad emisora de los valores sobre los que recae la explotación de dicha información, ya que tal conducta implica la infracción de un deber de lealtad que vincula al iniciado con la empresa en la que desempeña su actividad profesional⁷⁴.

Las denominadas teorías norteamericanas consideran que con el delito de insider trading se pretende proteger el deber de lealtad o fidelidad a la empresa pues la información pertenece a la sociedad cotizada y utilizarla para obtener un beneficio particular sería faltar al deber de lealtad para con la empresa⁷⁵.

Se concibe el injusto bien como la violación de una relación fiduciaria (*fiduciary duty theory*), o ya sea como una especie de apropiación indebida de información privada (*misappropriation theory*) por parte de quienes, teniendo un deber fiduciario para con la empresa emisora de valores que la cedió o confió, o respecto de quién se apropió indebidamente, utilizan dicha información en su propio beneficio. En otras palabras, se trata de un modelo que se basa en la defraudación de ciertas expectativas surgidas de las relaciones bilaterales (normalmente contractuales, ya sea laborales o de prestación de servicios) que mantiene un emisor de valores y ciertos sujetos ligados a él y, por lo mismo, orientada sólo a la protección de la propiedad del emisor sobre cierta información proveniente de su seno y del valor patrimonial de la misma⁷⁶.

Esta postura, que algunos conciben como un modelo de regulación orientado a proteger intereses exclusivamente privados, tiene su origen en diversas sentencias del Tribunal Supremo de los Estados Unidos que apoyaban la persecución de los iniciados, pero que fueron dictadas sobre la base del Derecho común y de la legislación sobre actos ilícitos que no regulaban directamente el fenómeno del uso de información privilegiada bursátil, sino que trataban de eliminar cualquier tipo de fraude o engaño en relación con la negociación de los valores. Se aplicaba, pues, a los supuestos de insider trading una legislación etérea e insuficiente para combatir las operaciones de iniciados, por lo que, como era de esperar, la aplicación de tales normas sancionadoras del fraude devendría ineficaces⁷⁷.

De esta forma, el directivo no es más que un administrador de los bienes de la empresa, dispone de sus bienes para su desarrollo, y entre esos bienes se encuentra la información. Es decir, hay una información exclusiva que, por ser un bien de la empresa, podemos considerar que forma parte de su patrimonio. Privar a la empresa del uso exclusivo de su información y usarla en beneficio propio es un abuso de confianza porque se usa el patrimonio de la empresa para el beneficio personal o, al menos,

⁷⁴ José Zamyra Vega Gutiérrez, "El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, especialmente en el derecho penal español (Art. 285 CP)" (Tesis Doctoral, Universidad de Alcalá, 2010), 121.

⁷⁵ Judith García Sanz, "El delito de abuso de información privilegiada", Revista Anales de la Facultad de Derecho (Universidad de La Laguna), n.29 (2012): 62.

⁷⁶ García, Modelo de protección en normas administrativas y penales que regulan el abuso de información privilegiada, 26.

⁷⁷ Vega, El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, 122.

se le priva a la empresa de su uso exclusivo. Se deja de servir a la empresa para servirse de la empresa porque utiliza en su propio beneficio una información que debería ser aplicada exclusivamente al beneficio social⁷⁸.

Desde esta perspectiva, en el Derecho común, la punición del fraude requería que el sujeto hubiese infringido con su actuación un *deber fiduciario*, de ahí que, para el castigo de las operaciones con información privilegiada (en los países donde se sanciona tal practica) los tribunales exigieran, así mismo, la concurrencia en el sujeto de un *deber de lealtad*. De esta forma, el quebrantamiento de ese deber de lealtad se convirtió en parte integrante del insider trading. Ahora bien, sobre el contenido del deber fiduciario siempre hubo consenso, no así en cuanto a los beneficiarios de tal deber⁷⁹.

En el derecho norteamericano, en cuanto a los beneficiarios del deber de lealtad, que es donde existieron mayores discrepancias, surgieron tres corrientes. La posición mayoritaria, concentrada en los tribunales inferiores, sostenía que ese deber se orientaba hacia la sociedad exclusivamente, es decir, que los directivos y empleados de empresas que operaban con información privilegiada no tenían un deber fiduciario frente a los accionistas, por lo que no estaban obligados a revelarles dicha información. Un sector minoritario, por el contrario, apostaba por la existencia de una relación fiduciaria entre los directivos y empleados de la sociedad y los accionistas que vendían sus acciones. Una tercera corriente asumió una posición ecléctica al exigir a los directores o empleados de la sociedad que, conforme a las exigencias de la buena fe y siempre que concurrieran en su caso “hechos especiales”, revelaran a los accionistas la información relevante a la que habían tenido acceso. Esta postura, conocida como “*special facts approach*”, se consolidó como doctrina mayoritaria, sobre todo después de que la Corte Suprema Federal la aplicara en el caso *Strong v. Repide* (1909)⁸⁰.

En todo caso, como sostiene Moreda, este deber de respetar el patrimonio, en el que se engloba la información, obliga, no solo a los administradores de la sociedad, sino también a todas las personas, tengan relación o no con la empresa que, por cualquier medio, reciben una información privilegiada: desde las personas que trabajan en la empresa, los asesores externos o cualquiera que casualmente se encuentra con esa información. Este último caso sería semejante al de quien encuentra un objeto perdido: es de su dueño, el cual tiene derecho a reclamarlo, al menos, durante el tiempo establecido⁸¹.

⁷⁸ Carlos Moreda De Lecea, “El Abuso de Información Privilegiada (Insider Trading): Una Perspectiva Ética”, *Scripta theologica: revista de la Facultad de Teología de la Universidad de Navarra*, Vol. 28, Fasc. 1, (1996): 6-7.

⁷⁹ Vega, *El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores*, 122. En esta línea, Prieto del Pino sostiene que el contenido de ese deber consistía en dar a conocer a la contraparte contractual en un negocio sobre valores la información privilegiada relativa a éstos a la que se había tenido acceso. Pero, ¿quiénes estaban constreñidos por ese deber y quiénes eran acreedores del mismo? Con relación a los destinatarios del deber fiduciario existió uniformidad en las distintas interpretaciones, así, por ejemplo, Fernández Atela apunta que los tribunales, en aplicación de la *fiduciary duty*, reconocieron que los altos cargos y los miembros del consejo de administración tienen un deber de fidelidad, o de lealtad; por su parte, Valenzuela/ Peinado defienden la existencia de un deber fiduciario entre la sociedad y sus directivos y administradores.

⁸⁰ Vega, *El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores*, 123.

⁸¹ De Lecea, *El Abuso de Información Privilegiada (Insider Trading)*, 7. La aplicación de esta corriente trajo consigo dos importantes limitaciones, a saber: que la venta de acciones de un alto cargo o empleado de la sociedad a un no accionista estaba exenta del deber de revelar la información, por un lado y; por otro, que el deber de revelar la información sólo era

Por otro lado, en el ámbito del delito de abuso de información privilegiada cometido por autoridad o funcionario público, Pilar Otero, expresa que es sobradamente sabido que el desempeño de una determinada función pública por parte de las autoridades y otros funcionarios públicos puede conllevar el conocimiento por parte de éstos de determinadas informaciones a las que no tienen acceso la generalidad de las personas, encontrándose aquéllos en una situación de privilegio de la que podrían obtener importantes beneficios económicos haciendo uso del contenido de tales informaciones que conocen por razón de su cargo. Continúa la profesora en comentario, citando a Gómez Iniesta, para quien obviamente, y en paralelo con el acceso a esta información, se encuentra el deber funcional de guardar reserva sobre la misma, absteniéndose de utilizarla en beneficio de intereses particulares propios o ajenos⁸².

Afirma Vega Gutiérrez que, finalmente, en el derecho estadounidense la teoría del deber fiduciario volvió a tener vigencia bajo el imperio de la *Regla 10 b- 5*, ya que fue invocada expresamente por el Tribunal Supremo en casos emblemáticos de la jurisprudencia norteamericana, especialmente en los famosos casos Chiarella (1980) y Dirks (1983). En éstos, la Corte restringió la aplicación de la *Regla 10 b-5* al establecer que para que un sujeto con información privilegiada quede sometido a la regla “divulgar o abstenerse” (*abstain or disclosure rule*) y responda por *insider trading* es imprescindible que se encuentre en una relación fiduciaria o de confianza con la sociedad cuyos valores son objeto de la transacción y con sus accionistas. De ahí que, el iniciado tiene dos alternativas: o bien revelar la información y realizar la transacción, o bien abstenerse de llevar a cabo operaciones sobre los títulos a los que la información se refiere. La infracción de esta regla trae consigo la responsabilidad por *insider trading* frente a la otra parte de la transacción⁸³.

3.1.1.2. Afectación patrimonial de los inversionistas del mercado de capitales.

Esta postura está basada en la idea que las conductas de abuso de información privilegiada, esta vez en las relaciones anónimas y multilaterales propias del mercado de valores secundario, tienen la capacidad de dañar el patrimonio de algún inversor que realiza una disposición patrimonial como contraparte “anónima” del *insider*. A diferencia del anterior, este modelo se orienta a la protección de los intereses de quienes intervienen en el mercado de valores, ya no como emisores, sino como inversores⁸⁴.

En ese sentido, Faraldo Cabana, expresa que el principio de protección a los inversores es, en primer término, una consecuencia necesaria del principio de eficiencia y que, sólo si los ahorradores se sienten suficientemente protegidos estarán dispuestos a invertir en la adquisición de los valores,

exigible en las transacciones “cara a cara” (*face to face*), se excluían, por tanto, las compraventas en los mercados impersonales. De este modo, los accionistas estaban protegidos siempre que actuaran fuera del mercado de valores, pero no si negociaban en éste. Pese a esto, el deber de revelar información privilegiada fue experimentando una mayor rigurosidad, al punto que, el silencio de un alto cargo en una operación cara a cara podía llegar a interpretarse como un acto fraudulento.

⁸² Otero, Abuso de información privilegiada de funcionario (delito de), 168.

⁸³ Vega, El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, 125.

⁸⁴ García, Modelo de protección en normas administrativas y penales, 27.

pudiendo cumplir así el mercado la función económica que le corresponde. Pero sucede, además, que la protección de los inversores que adquieren títulos en el mercado de valores se integra en gran parte en la protección de los consumidores⁸⁵.

Para esta tesis, en efecto, en el inversor individual que adquiere los valores concurren las mismas características del consumidor que son relevantes para justificar su protección, pues tiene las mismas dificultades que aquél para acceder a una información adecuada, para no ser objeto de engaños o de abusos y hacer valer sus derechos. Ahora bien, este principio no protege al inversor frente a cualquier riesgo del mercado, ya que la esencia de las operaciones del mercado de valores es la asunción del riesgo propio de las mismas por los operadores, sino frente a actuaciones fraudulentas⁸⁶.

Así pues, la posición relativa a que las operaciones de iniciados lesionan intereses patrimoniales de carácter individual, ha sido avalada por gran parte de la doctrina y refrendada por algunas legislaciones. No obstante, quienes defienden la tutela del patrimonio individual, admiten, además, la existencia de otros bienes jurídicos que confluyen en el correcto funcionamiento de un elemento esencial del sistema económico, esto es, el mercado bursátil. Se argumenta que en las operaciones de compra-venta de valores, el inversor o contraparte del *insider* sufre un perjuicio patrimonial que se materializa cuando vende sus acciones antes de producirse el alza en las cotizaciones o, cuando compra unas acciones que posteriormente sufrirán una baja inminente en el precio del mercado. En ambos casos, el daño patrimonial se produce porque el precio recibido o enterado por la contraparte del iniciado, no se ajusta al valor real del título y, en consecuencia, el inversor pierde sus oportunidades de ganancias y/o asume el riesgo de pérdidas⁸⁷.

Esta tesis ha encontrado cierto rechazo por parte de algún sector de la doctrina, así para el caso, Ferrandis y Martínez Garay, argumentan que, aun cuando autores como Terradillos o Queralt hayan sostenido que los delitos contra el sistema de mercado de valores parecen destinados a proteger aspectos patrimoniales individuales, cuando se rompen determinadas reglas de la limpieza y transparencia del mercado, resulta cuanto menos cuestionable que las operaciones de los *insiders* provoquen perjuicios económicos en los demás inversores. Conforme a la denominada *theory of market uncertainty*, que provoca una distribución aleatoria de las transacciones en el mercado, cuando el *insider* compra acciones sabiendo que van a subir de precio siempre hay inversores que están dispuestos a vender en ese momento y a ese precio, por lo que, habrían vendido al *insider* o a cualquier otra persona; es decir, no es la orden de compra del *insider* lo que motiva al inversor a dar una orden de venta sino que por el contrario esta orden de venta es anterior e independiente de la del *insider*. Aun cuando el *insider* obtenga un beneficio posterior, al subir la cotización de las acciones, ello no quiere decir que correlativamente haya causado un perjuicio a aquel que se las vendió⁸⁸.

⁸⁵ Faraldo, Algunos aspectos del delito de uso de información reservada, 55.

⁸⁶ *Ibidem*.

⁸⁷ Vega, El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, 138.

⁸⁸ Daniel Ferrandis Ciprián y Lucía Martínez Garay, "Tratamiento penal del abuso de información privilegiada en el mercado financiero", *Revista Estudios Penales y Criminológicos* XXIII, n.23 (2002): 127-128. (99-174)

Sin embargo, quienes defienden la existencia de perjuicios patrimoniales para el inversor alegan que es la infracción de la igualdad de condiciones lo que provoca dicho perjuicio. Asociando esta manera, el perjuicio patrimonial del inversor a la ausencia de igualdad de oportunidades en el negocio bursátil. Así, *Otto* sostiene que el socio concreto del *insider* se convierte en víctima de un sujeto que ha utilizado, conscientemente, un precio falso de mercado en su propio beneficio. De esta manera, sostiene este autor, el particular se ve privado de participar en condiciones de igualdad, ya que, en virtud de sus mayores conocimientos, el *insider* goza de una posición privilegiada respecto de los demás participantes en el mercado de valores, por lo que no asume los mismos riesgos. La consecuencia, apunta, es que el inversor deja de tener a su disposición las oportunidades de ganancia propias del mercado, las que pudieron ser efectivas si concurrieran las condiciones normales del sistema bursátil. En definitiva, el fracaso del fin económico de la operación supone, más que la pérdida de una oportunidad de ganancia, un auténtico perjuicio patrimonial⁸⁹.

Siguiendo esta línea, *Dingeldey* entiende que el daño patrimonial de los inversores se produce como consecuencia de la desigualdad de armas entre las partes contratantes, lo que impide a éstos incidir directamente en las condiciones de la operación bursátil. En tal sentido, afirma que la desventaja informativa coloca al inversor en una situación de desequilibrio al momento de proteger sus intereses, quedando, pues, en una total indefensión. Por esta razón (sugiere) el ordenamiento jurídico debe brindar protección al inversor que ostenta una posición de inferioridad estructural respecto del iniciado. Por último, *Dingeldey* sostiene que la dañosidad social de las operaciones de iniciados se asemeja a la ocasionada en las estafas, ya que el engaño requerido en estas últimas es equiparable a la situación de inferioridad institucional en la que se encuentra el inversor y que le impide adoptar una decisión racional. Así pues, mientras en la estafa el perjuicio es consecuencia del engaño que priva al sujeto pasivo de fundamentos racionales para decidir, en las operaciones de iniciados el perjuicio se produce por la situación de desprotección institucional a la que está sometido⁹⁰.

No obstante, como bien señala Monroy Antón, una amplia corriente doctrinal considera que esta teoría no puede ser tenida en cuenta por el mero hecho de representar dificultades la comprobación de la lesión del patrimonio de los inversores. De entrada, habría que mostrarse en contra de esta corriente por el simple hecho de que la dificultad o incluso la imposibilidad de probar una conducta delictiva nunca puede significar la inexistencia del delito o la no persecución del mismo. Ello significaría una gran permisividad para cualquier delincuente tan hábil como para incurrir en la conducta prohibida con la suficiente habilidad como para no dejar pruebas de su comportamiento. Es decir, se estaría premiando al delincuente más hábil⁹¹.

⁸⁹ Vega, El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, 139.

⁹⁰ Ibid. 141. Otto advierte que sería erróneo considerar aisladamente el perjuicio patrimonial individual, ya que por medio de éste se constata, así mismo, el perjuicio que estas operaciones causan al mercado de capitales, en especial la bolsa, pues el mercado que no ofrece al inversor oportunidades efectivas es evitado por éste.

⁹¹ Antonio J. Monroy Antón, El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores, (Madrid: Dijusa, 2006), 137.

Dentro de esta mencionada corriente doctrinal, dice Gómez Iniesta, que la dificultad de individualizar el daño es demasiado grande (llega a hablar de imposibilidad), confundiendo el hecho de individualizar -que, si es muy complicado, aunque posible, salvo en las operaciones con valores de poca liquidez en las que resulta bastante sencillo- con el de demostrar el perjuicio patrimonial a una pluralidad de inversores, harto más fácil. El mismo autor, sin embargo, reconoce que en este delito los daños materiales podrán concretarse en los eventuales perjuicios económicos⁹².

Por otro lado, en el mercado bursátil siempre habrán marcadas diferencias entre los inversionistas, donde algunos de ellos con mayores recursos y con una sólida estructura corporativa de respaldo estarán mejor informados que los pequeños y, talvez, ocasionales inversionistas. En este orden de ideas, Gómez Iniesta, advierte que en el mercado de valores no es posible lograr que la información sea igual para todos, pues cabe la posibilidad de que un inversor pueda estar mejor informado que otro, pero esto es un riesgo propio del juego del mercado. En puridad, lo que rechaza la teoría de la igualdad de oportunidades, es que el “acceso” a la información no sea igualitario y por ello se exige que la propia Bolsa, a través de sus normas reguladoras, prohíba el uso de información por quienes ostentan una posición privilegiada⁹³.

En los supuestos en los que el insider se presenta como vendedor, las posibles pérdidas que experimenta el comprador se originan por las caídas posteriores de la cotización, pero no de forma inmediata por la operación del insider. La conclusión es obvia: a diferencia de lo que ocurre en los clásicos delitos contra la propiedad, como los tipos de estafa o apropiación indebida, no es posible en el delito de abuso de información privilegiada establecer una relación causal entre la conducta del insider y un correlativo perjuicio patrimonial sufrido por el sujeto pasivo, pues la operación del insider no es la causa de la decisión del inversor para la compra o venta de títulos-valores; el inversor, aunque el insider no hubiera actuado, habría realizado una operación idéntica o casi idéntica a la que realizó, por lo que las pérdidas o disminución de ganancias se hubiesen producido igual⁹⁴.

Por tanto, en el delito de abuso de información privilegiada no se incriminan fraudes patrimoniales sobre patrimonios individuales ajenos, ni se protege de forma directa e inmediata el patrimonio del

⁹² Monroy, El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores, 137. Antón Monroy considera que, en primer término, el delito no puede ser categorizado como meramente patrimonial, considerando que la tesis que se decanta por la protección de los intereses patrimoniales de los inversores, tanto como la tesis que se inclina por la igualdad de los mismos, están erradas. Pues, sostiene que, en el mercado de valores, habitualmente, existen grandes diferencias entre un gran inversor y un pequeño inversor institucional. De tener ambas teorías la misma base, el hecho de proteger o intentar lograr la igualdad entre ellos (la cual debe referirse al acceso a la información y no a otros elementos) supondría lograr la imposibilidad para dichos inversores de ver vulnerado su patrimonio en un caso de uso abusivo de información privilegiada. Sin embargo, el hecho de lograr que esos dos tipos tan diferentes de inversores fueran tratados de igual forma por los emisores y por las sociedades y agencias de valores -cosa utópica por otro lado, dada la realidad del mercado- no invalidaría la posibilidad de que uno de ellos, por su actividad profesional, por actividades delictivas -como lo recogió la Directa 2003/6/CE- o por simple casualidad lograra obtener cierta información de relevancia, se aprovechara de ella y cause un perjuicio económico al otro. (Monroy, El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores, 136).

⁹³ Vega, El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, 142.

⁹⁴ Ferrandis, Tratamiento penal del abuso de información privilegiada en el mercado financiero, 128.

inversor. El posible perjuicio que sufre el inversor que negocia con un insider se manifiesta bajo la forma de una oportunidad perdida y, además, no se produce por la acción concreta de compra o venta del insider, sino porque el inversor ha basado su operación sobre una base informativa que cabe calificar de incompleta. Ciertamente, esa era toda la información que resultaba accesible a quienes en ese momento actuaban en el mercado; sin embargo, no era toda la información relevante para la toma de las oportunas decisiones de inversión⁹⁵.

Los dos principios fundamentales del mercado de valores, de los que derivan los demás, son los de eficiencia y protección de los inversores. El principio de eficiencia se relaciona directamente con la necesidad de que exista una infraestructura jurídica que permita que el mercado cumpla de la manera más eficiente las funciones económicas que le están atribuidas. Y el mercado sólo es eficiente en términos económicos cuando todos los operadores tienen la misma información, de forma que todos ellos toman decisiones con la misma probabilidad de acierto o desacierto.

3.1.2. Modelos orientados a la protección de bienes jurídicos supraindividuales.

En este modelo de protección al bien jurídico en el que se inserta de forma mayoritaria la doctrina especializada, la concepción de cuáles son los valores que merecen ser protegidos mediante la criminalización de las prácticas de los iniciados responde a intereses de orden colectivo o supraindividual, alejándose de la consideración inicial que ha tenido la doctrina al tener en cuenta que el objeto de protección de las prácticas del *insider trading* se limita a afectar intereses de carácter individual, por cuanto esta clase de delitos no puede reducirse a intereses exclusivamente patrimoniales del emisor o del inversor. Todo lo contrario, las prácticas de abuso de información privilegiada, llegan a afectar la transparencia y la equidad en el flujo de la información relevante para las negociaciones bursátiles, lo que impacta en la confianza general de los inversores en el mercado y afectando el correcto o eficiente funcionamiento del mismo. A continuación, analizaremos estas posturas, que nos parece, se aproximan de forma más apropiada a la identificación del bien jurídico merecedor de protección.

3.1.2.1. La protección de los principios de equidad y transparencia informativa como forma de garantizar la igualdad de oportunidades en el mercado de capitales.

Una de las características que, cumplida en su grado máximo, aproxima a un mercado al modelo ideal de competencia perfecta es, sin duda, la transparencia, puesto que proporciona una base informativa completa y veraz que permite la toma de las oportunas decisiones de inversión por parte de quienes actúan en los mercados, así como una correcta formación de los precios de los valores, procurando, en consecuencia, seguridad y confianza en los mercados y mejorando directamente la liquidez de los activos o instrumentos financieros que en ellos se negocian. Y, desde luego, un mercado será tanto más transparente cuanto mejor y más barata de obtener resulta la información que pueden lograr los agentes económicos que participan en él⁹⁶.

⁹⁵ Ferrandis, Tratamiento penal del abuso de información privilegiada en el mercado financiero, 129.

⁹⁶ Ibid. 129-130.

Según quienes defienden esta tesis (Rodríguez Mourullo, implícitamente Muñoz Conde) el bien jurídico que se protege penalmente al reprimir al abuso de información privilegiada resultaría ser: “la igualdad de todos los operadores en bolsa”⁹⁷.

Como bien señala Arroyo Zapatero, la protección del inversor en el sentido de garantizar la igualdad de oportunidades en el riesgo mediante la defensa de la transparencia en el mercado, es decir, garantizando una base informativa completa y veraz, constituye un presupuesto imprescindible para el correcto funcionamiento del mercado⁹⁸.

Para el caso, Terradillos Basoco, asegura que el objetivo de la intervención punitiva estatal en el ámbito del mercado financiero es el de reforzar la transparencia del mercado de valores como presupuesto de la tutela de los inversores, interesados en que la cotización de los valores no resulte ilícitamente alterada por infracción de los principios básicos en la materia: eficiencia, protección de los inversores, profesionalidad e igualdad⁹⁹.

Ciertamente, es desde todo punto de vista indiscutible que existen diferentes clases de inversores y que no todos ellos cuentan con el mismo conocimiento o experiencia en mercado de valores; baste pensar en la distancia que existe entre un particular que invierte uno o dos millones en un Fondo de Inversión y los directivos de la Sociedad Gestora de ese mismo Fondo, por ejemplo, pasando por asesores financieros, abogados de grandes empresas, por mencionar algunos. Sin embargo, se parte de la base de que existe de hecho una determinada masa de información fluyendo por el mercado, que está en principio disponible para quien quiera invertir tiempo y esfuerzo en analizarla, de manera que, bien porque uno mismo es experto en bolsa, bien porque se deja asesorar por alguien que lo es, todo inversor está en principio en condiciones de asumir el mismo grado de riesgo en sus operaciones. Como sostiene Otto, citador por Ferrandis y Martínez Garay, incluso es esa suerte de comunidad de riesgo, que tanto el inversor como los otros participantes en el mercado han asumido conscientemente, siempre y cuando el negocio bursátil presuponga igualdad de oportunidades, lo hace atractivo¹⁰⁰.

La operación que lleva a cabo el insider lesiona esa paridad de armas entre los inversores, puesto que, adopta su decisión inversora sobre la base de una información relevante que solo el conoce, con lo que se coloca en una situación de preeminencia respecto al resto de ciudadanos que aprovecha para su lucro personal¹⁰¹.

El mercado de valores se pretende que sea un mercado perfecto, o lo más perfecto posible, de modo tal que ningún operador sea lo suficientemente importante como para influir en la libre formación de precios, esto implica que todos los intervinientes deben tener igual acceso a la información y a un coste similar (igualdad informativa). Solo bajo estas condiciones de igualdad, el mercado de valores

⁹⁷ Caro, Derecho Penal Económico Parte Especial, 268.

⁹⁸ Arroyo Zapatero citado por Monroy, El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores, 143.

⁹⁹ Terradillos Basoco citado por Caro, Derecho Penal Económico Parte Especial, 270.

¹⁰⁰ Ferrandis, Tratamiento penal del abuso de información privilegiada en el mercado financiero, 130.

¹⁰¹ Ibidem.

puede atraer al mayor número de inversores, lo que es requisito imprescindible para que funcione de un modo eficaz. A la par que la igualdad de acceso a la información, el mercado de valores también exige eficiencia informativa, en el sentido de capacidad del mercado para reflejar toda la información posible, a fin de que el inversor pueda adoptar sus decisiones de forma racional¹⁰².

Para Gómez Iniesta, el inversor ha de saber que en la realización de sus actividades y operaciones en el mercado todos tienen las mismas posibilidades y que ningún inversor va a obtener ventajas extraordinarias¹⁰³. Para Monroy Antón, esta concepción del inversor debe referirse a un derecho a la información y, por consiguiente, a una obligación de abstenerse de realizar operaciones para aquellos que cuenten con información privilegiada. En ningún caso, por tanto, debe entenderse como un derecho de igualdad absoluta de trato en otros aspectos como comisiones, acceso a informes elaborados por sociedades de valores para clientes con cierto volumen transaccional, rapidez en el acceso a la información una vez hecha pública, entre otros, pues el mercado de valores es un mercado de competencia y, como tal, ha de tener presentes estas diferencias¹⁰⁴.

Para Rodríguez Mourullo, el mercado de valores constituye una “pieza clave” en el modelo de Economía de Mercado. Esta importante función del mercado de valores dentro del modelo constitucional económico exige la necesidad de que su actividad se desempeñe dentro de los cauces de la normalidad y de las reglas naturales que les son propias. Una de esas reglas sería justamente “la igualdad de oportunidades de todos los inversores operadores de bolsa¹⁰⁵”.

Muñoz Conde se afilia también, aunque implícitamente, a esta tesis, al sostener que la preocupación por criminalizar el abuso de información privilegiada tiene su origen en el interés de evitar que solo unas pocas personas sean beneficiadas en detrimento de las mayorías y del propio mercado. Las negociaciones en el mercado de capitales validándose de información privilegiada quiebran (según refiere Muñoz Conde) “un principio básico de la economía de mercado cual es que todas las partes concurrentes al mismo se encuentren en igualdad de condiciones”¹⁰⁶.

La eficiencia informativa no sólo exige que exista una gran masa de información, sino que esta sea además de calidad, lo que obliga a las empresas que cotizan a poner cuanto antes en conocimiento de los inversores la información que resulte relevante, y por supuesto les obliga a no poner en el mercado información inveraz (transparencia informativa). De ambos principios se desprenden un conjunto de reglas de actuación que resultan básicas a la hora de comprender el derecho penal bursátil¹⁰⁷.

Así, Nieto, deja remarcado que, entre tales reglas se advierten las de no utilizar aquella información que en virtud del principio de transparencia informativa debía hacerse pública, pues ello infringe el

¹⁰² Nieto, Derecho Penal Económico, 216

¹⁰³ Gómez Iniesta, citado por Monroy, El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores, 142.

¹⁰⁴ Monroy, El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores, 142.

¹⁰⁵ Rodríguez Mourullo, citado por Caro, Derecho Penal Económico Parte Especial, 269.

¹⁰⁶ Muñoz Conde, citado por Caro, Derecho Penal Económico Parte Especial, 269.

¹⁰⁷ Nieto, Derecho Penal Económico, 216.

principio de igualdad informativa. Salvaguardar la información que ha de hacerse pública de forma tal que no sea conocida indebidamente por terceros. No hacer circular en el mercado información inveraz. Poner en conocimiento del mercado cualquier tipo de información relevante para la cotización de un valor”¹⁰⁸.

En ese sentido el abuso de información privilegiada conecta con la necesidad de establecer una regulación de los mercados de valores que los lleve a dotar de estructuras igualitarias y democráticas, donde todos los inversores gocen de las mismas oportunidades en la negociación. Por ello, el tipo se orienta, en primer plano, a proteger la igualdad de oportunidades de los participantes en los mercados financieros; igualdad de oportunidades que se traduce en una igualdad entre todos los inversores respecto al acceso a la información, que evite que unos sujetos obtengan indebidamente una posición de ventaja cognoscitiva respecto a los demás, merced a la posesión de una información relevante que todavía no es pública, o que no está destinada a serlo. En definitiva, la igualdad de oportunidades entre los inversores consiste en la transparencia informativa que supone una real política de información de todos quienes participan en el mercado¹⁰⁹.

A pesar de todo lo anterior, contra esta postura se afirma, como lo hace Caro Coria, que omite tomar en cuenta un dato factico innegable, como es, justamente, *la desigualdad* un elemento casi connatural a la existencia del mercado de valores¹¹⁰. Y es que, tal y como lo han sostenido autores como Faraldo Cabana, no obstante, y aun cuando se trate de un interés digno de protección jurídica, no resulta decisiva por sí sola la necesidad de protección del inversor y de la igualdad de los operadores financieros, puesto que no existe igualdad real en el mercado de valores, atendidas las enormes diferencias entre grandes y pequeños inversores, además de que el Derecho penal no está llamado a tutelar de forma absoluta todas las desigualdades, ya que el propio sistema económico las permite¹¹¹. Esto ha dado paso a que se formulen otras posturas en tórnos al bien jurídico protegido, entre las que se encuentra la confianza de los inversores en el mercado.

3.1.2.2. La confianza de los inversionistas en el mercado de capitales como bien jurídico tutelado.

El origen de la teoría de la confianza de los inversores, nos dice Monroy Atón, que ha sido una de las de mayor aceptación en Europa y especialmente en España y que tiene su origen en la doctrina americana, ya que fue Herman¹¹², quien la cito por vez primera, al entender que el hecho de que unos inversores dispusieran de un mejor y más rápido acceso a la información vulneraría la confianza del resto y retraería la demanda en ese mercado determinado¹¹³.

¹⁰⁸ Nieto, Derecho Penal Económico, 216.

¹⁰⁹ Ferrandis, Tratamiento penal del abuso de información privilegiada en el mercado financiero, 129.

¹¹⁰ Caro, Derecho Penal Económico Parte Especial, 269.

¹¹¹ Faraldo, Algunos aspectos del delito de uso de información reservada, 60.

¹¹² Véase Herman, E.S., Equity funding, inside information and the regulators (UCLA Law Review, 1973).

¹¹³ Monroy, El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores, 158.

Sin lugar a dudas la confianza, constituye presupuesto imprescindible de un funcionamiento eficaz del mercado de valores la protección del inversor, en el sentido de garantizar la igualdad de oportunidades en el riesgo mediante la defensa de la transparencia del mercado, esto es, garantizando la existencia de una base informativa completa y veraz que permita una correcta formación de los precios de los valores. En efecto, los recientes acontecimientos producidos en algunos mercados de valores han puesto de relieve que uno de los pilares básicos para el correcto funcionamiento de todo mercado bursátil está constituido por la confianza que despierte en el inversor¹¹⁴.

Se afirma por ello que, el tipo que ahora analizamos protege la confianza de los inversores en el correcto funcionamiento de los mercados financieros, presupuesto inexcusable para su eficacia. No hace falta recordar que el buen funcionamiento del mercado financiero depende en gran medida de la confianza que inspire a los inversores, confianza que a su vez se basa en la garantía dada a cada uno de que estará en igualdad de condiciones que el resto de participantes en el mercado; por ello, cuando los inversores perciben que algunos sujetos operan en los mercados desde una posición de preeminencia lograda no por sus propios méritos sino por el acceso a una información privilegiada, y que gracias a ella no asumen en sus operaciones los mismos riesgos que el resto de los inversores, pueden perder su confianza en la limpieza y transparencia del mercado y dejar de operar en él, pues el mercado que no ofrece a los inversores oportunidades de ganancia efectiva es evitado por estos¹¹⁵.

Tal como lo expresa la profesora Faraldo Cabana, la confianza requiere una transparencia informativa aceptable que asegure al inversor que la información que se le ofrece es suficiente y veraz, sin que existan datos a los que no tiene acceso y que, al implicar un privilegio para quienes los utilizan, alteran la igualdad de oportunidades que debe existir entre todos los que acceden al mercado bursátil. La Bolsa debe desempeñar una función arbitral respecto al precio del mercado, procurando que los inversores estén correctamente informados y asuman el riesgo de su inversión¹¹⁶.

Por su parte Barja de Quiroga, considera que la prohibición de negociar valores en el mercado financiero valiéndose de información privilegiada tiene por objetivo principal resguardar la confianza del inversor en el mercado de valores. Es que el inversor, conforme se deduce de la exposición de Barja de Quiroga, al intervenir en la actividad del mercado de valores confía que este respetara el principio de igualdad que le es propio. La posición de Barja de Quiroga admite implícitamente, sin embargo, que el direccionamiento de la protección penal hacia la confianza del inversor en el mercado de valores pretende resguardar el correcto funcionamiento del mercado de valores¹¹⁷.

¹¹⁴ Faraldo, Algunos aspectos del delito de uso de información reservada, 57. Como afirma Faraldo Cabana, ello puesto que las conductas constitutivas de *insider trading* alejan al mercado de la función social de interés público que le corresponde y representan una distorsión de su funcionamiento, al incrementar la desconfianza de los inversores, causa principal de las sucesivas crisis que han afectado y afectan a los mercados mundiales. (Faraldo, Algunos aspectos del delito de uso de información reservada, 62).

¹¹⁵ Ferrandis, Tratamiento penal del abuso de información privilegiada en el mercado financiero, 130-131.

¹¹⁶ Faraldo, Algunos aspectos del delito de uso de información reservada, 58.

¹¹⁷ Caro, Derecho Penal Económico Parte Especial, 270.

Esta tesis tiene como aspecto positivo que logra vincular la identidad del bien jurídico con el propio mercado financiero y ulteriormente con el sistema económico, lo que supone, a su vez, la desvinculación del bien jurídico a consideraciones de orden patrimonial¹¹⁸. Lo cual implica que el bien jurídico no se reduce a la protección de intereses meramente particulares o individuales, sino que responde a la protección de intereses de orden colectivo y, por tanto, su protección suma mayor importancia desde el orbe penal.

En definitiva, las practicas del insider trading dañan en todo caso al propio sistema, que deja de ofrecer confianza, por quebrarse la igualdad de los inversores, lo que puede conducir a una retracción del mercado, en cuyo caso resulta perjudicado todo el sistema financiero. Por todo ello, existe un amplio consenso doctrinal, en torno a que el bien jurídico protegido por el delito de abuso de información privilegiada, puede ser definido como un objeto jurídico supraindividual que consiste en la confianza en el correcto funcionamiento del mercado de valores, asegurando el principio de igualdad de oportunidades de los inversores, presupuesto básico para mantener la operatividad del mercado¹¹⁹.

De ahí que, para Faraldo Cabana, el único camino satisfactorio se encuentra en la elaboración de un bien jurídico penal construido como interés supraindividual, general, en la medida en que efectivamente la conducta del insider daña o pone en peligro la credibilidad del mercado de valores. El uso de información reservada afecta al propio sistema, que deja de ofrecer confianza, pudiendo conducir a una retracción del mercado con el consiguiente perjuicio sobre el sistema económico en su conjunto. Si el inversor deja de confiar en un mercado opaco, sabedor de que existe un volumen importante de información a la que no tiene acceso y que le coloca en situación de inferioridad, se causará un grave perjuicio al sistema económico, que se verá imposibilitado para cumplir las funciones que un mercado de valores eficiente debe desarrollar¹²⁰.

Finalmente, para Gómez Iniesta, el principio de igualdad de oportunidades, si se rompe con motivo del uso ventajoso por parte de un partícipe de cierta información privilegiada, llevará a la pérdida de confianza del resto de miembros del mercado, y se verán afectadas de este modo las funciones básicas que debe cumplir la Bolsa. Estas funciones deben ser básicamente dos: la transformación del capital en ahorro y la adopción de medidas de ordenación de política económica que abran las puertas del mercado a toda la población. Y solo podrán ser llevadas a cabo cuando los inversores tengan confianza en el funcionamiento del mercado, es decir, cuando confíen en su transparencia y en la veracidad de las informaciones. En el momento que alguien utiliza información privilegiada, esta traicionando (en opinión de Gómez Iniesta) la confianza puesta por el resto de inversores en el mercado de valores¹²¹.

¹¹⁸ Caro, Derecho Penal Económico Parte Especial, 270.

¹¹⁹ Ferrandis, Tratamiento penal del abuso de información privilegiada en el mercado financiero, 131.

¹²⁰ Faraldo, Algunos aspectos del delito de uso de información reservada, 61.

¹²¹ Monroy, El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores, 160-161.

La confianza en el correcto funcionamiento del mercado (concluye Gómez Iniesta) no es ya un bien jurídico supraindividual, sino el bien más valioso, con autonomía propia y pieza clave en las relaciones económicas de un país. La confianza de los inversores tiene una importante significación, por lo que su tutela debe conseguirse mediante una política de ordenamiento estatal y de estabilidad en las condiciones de actuación de los operadores económicos, todo ello tendente a mantener la liquidez del mercado y la confianza del mismo¹²².

3.1.2.3. La protección del correcto funcionamiento del mercado de capitales como bien jurídico merecedor de tutela penal.

García Sanz, sostiene que el bien jurídico protegido en esta figura delictiva es, como en el resto de delitos bursátiles, el correcto funcionamiento del mercado de valores, pues la transparencia del mercado garantiza a los inversores la concurrencia en condiciones de igualdad y que los precios sean consecuencia de la normal evolución de la contratación. La confianza de los inversores en la transparencia del mercado sería una pieza fundamental para el mantenimiento de la económica cuyo eje fundamental es el mercado financiero¹²³.

Sostiene la citada profesora, que, lo que se protege no es la igualdad de oportunidades de los inversores sino el correcto funcionamiento del mercado de valores, la transparencia de este mercado permitiría acceder a la información en un plano de igualdad y evitar así que unos pocos inversores con información privilegiada se enriquezcan en detrimento del resto. La doctrina mayoritaria considera también que el bien jurídico objeto de protección en este delito es el correcto funcionamiento del mercado de valores, si bien muchos ponen de manifiesto que en este delito también entran en consideración de forma indirecta otros intereses como la transparencia del mercado y la confianza de los inversores¹²⁴.

Por su parte, González Rus también identifica como bien jurídico penalmente protegido a través del delito de abuso de información privilegiada el correcto funcionamiento del mercado de valores. Este interés social vital constituye una esencial garantía de los derechos de los inversores quienes deben poder participar en la actividad bursátil en condiciones de *igualdad de riesgo*. Reconoce González Rus que la “confianza en la transparencia de mercado es indispensable para el mantenimiento y para el propio sistema económico y financiero”¹²⁵.

Asimismo, el tratadista Suarez González, reconoce como interés subyacente a la criminalización del insider trading el “normal funcionamiento del mercado de valores”, no obstante, vincula claramente la afectación de dicho valor jurídico a la infracción del principio de igualdad, a la perturbación de la

¹²² Monroy, El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores, 161. Señala, además, Gómez Iniesta, que también el peligro o la lesión no son fruto de conductas individuales, sino que solo se harán efectivos cuando se produzca una acumulación de conductas del mismo carácter que hagan que se vean afectadas la suma de todas las confianzas individuales por entero en el mercado de valores.

¹²³ García Sanz, El delito de abuso de información privilegiada, 62.

¹²⁴ Ibidem.

¹²⁵ González Rus citado por Caro, Derecho Penal Económico Parte Especial, 271.

confianza en el adecuado funcionamiento del mercado de capitales y la afectación de la transparencia informática¹²⁶.

Notable es la concepción que plantea la doctora Salise Monteiro, al exponer que, el correcto funcionamiento del mercado es identificado por parte de la doctrina como el objeto jurídico supraindividual difuso de protección de la norma, caracterizado, en términos concretos, por el respeto al principio de igualdad de oportunidades de los inversores¹²⁷.

Continúa expresando la referida autora, que, también existen variaciones en la defensa del correcto funcionamiento del mercado, pues para unos, el bien jurídico protegido se identifica con el cumplimiento del deber de lealtad, honestidad y transparencia que deben regir las relaciones de todos aquellos que intervienen en el mercado de valores y que, en última instancia, contribuyen a su buen funcionamiento, entendiendo, por tanto, que el incumplimiento del deber de lealtad en la actuación del interviniente es lo que debe incriminarse como tipo penal¹²⁸.

Vega, indica que un sector considera que el correcto funcionamiento del mercado es un bien jurídico colectivo, destinado a satisfacer las necesidades de carácter social y económico que están en relación con la participación de todos en el proceso económico-social. Al protegerse el funcionamiento del mercado, como sostiene Hernández Sainz, se crea una barrera de contención de riesgos para los intereses económicos individuales de los inversores y de otros agentes económicos. Pero, además, se delimitan las condiciones necesarias para que los bienes jurídicos individuales se desarrollen correctamente¹²⁹.

Continúa indicando Vega, que, conforme lo afirmado por Hernández Sainz, las operaciones de iniciados lesionan el buen funcionamiento del mercado de valores por varias razones, a saber: a) merma la confianza de los inversores, b) afecta la transparencia, c) lesiona el principio de igualdad en el acceso a la información y, d) existe una inmoralidad intrínseca en estas operaciones, lo que es reprochable desde la perspectiva ética de los negocios. En definitiva, la autora se decanta por el correcto funcionamiento del mercado de valores como bien jurídico protegido; sin embargo, considera que la protección se centra, más concretamente, en la salvaguarda de la transparencia del mercado y la confianza de los inversores como condiciones necesarias para el funcionamiento eficiente de dicho mercado. Por lo tanto (sostiene) estamos frente a un bien jurídico colectivo¹³⁰.

Para Monroy, el mercado de valores debe cumplir una serie de principios en lo referente a su funcionamiento. Si bien las teorías económicas son muy dispares, sí que existen unos principios

¹²⁶ Caro, Derecho Penal Económico Parte Especial, 272.

¹²⁷ Salise Monteiro Sanchotene, "O delito de Uso de Informação Privilegiada: contexto, evolução e bem jurídico. Estudo comparado dos ordenamentos jurídicos espanhol e brasileiro" (tesis doctoral, Universidad Autónoma de Madrid, 2017), 221.

¹²⁸ Monteiro, O delito de Uso de Informação Privilegiada, 223.

¹²⁹ Vega, El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, 177-178.

¹³⁰ Ibid. 178.

generales de casi obligado cumplimiento para que se considere que el mercado está formando precios de forma correcta, entre los que podríamos citar los de igualdad, protección del inversor, y transparencia¹³¹.

En semejante sentido se expresa Reano Peschiera considera que el funcionamiento eficiente del mercado de valores en tanto “fuente de financiamiento para el desarrollo de actividades productivas, suministrado por inversionistas que desean un mecanismo de ahorro y acumulación de capital” constituye un objeto merecedor y necesitado de protección por el derecho penal. La identidad del bien jurídico, propuesta por Reano Peschiera se constituye a partir de una serie de principios como los de confianza, transparencia, calidad y publicidad de la información¹³².

Ciertamente, principios como el de transparencia resultan ser indispensables y revistiendo una influencia clave para el correcto funcionamiento del mercado, constituyendo uno de los principios básicos. El hecho de existir transparencia, que a su vez tendrá su influencia en la igualdad en el acceso a la información, conllevará una toma de decisiones no sesgada, lo cual ocurriría en el caso contrario, en que un inversor estuviese operando en mercados en que no toda la información sale a la luz. Y de esa toma de decisiones, de nuevo, volverá a repercutir en la formación de precios. A buen seguro, el flujo de operaciones de un inversor, y su signo, no será el mismo disponiendo de toda la información generada por el mercado que sin ella¹³³.

3.1.2.4. El Orden Económico como bien jurídico tutelado.

No han faltado voces defensoras del orden económico como bien jurídico protegido, pues se argumenta que siendo el mercado de valores un instrumento esencial dentro de la economía de mercado y que, además, establece las pautas de la política económica del Estado, las operaciones de iniciados ponen en peligro el sistema económico en su conjunto. Sin embargo, quienes invocan este planteamiento coinciden en que el *insider trading* lesiona en primera línea otros aspectos de vital importancia para el funcionamiento del mercado, por lo que la visión del orden económico como objeto de tutela es, en realidad, la consideración de los efectos nocivos que el delito de iniciados provoca de forma mediata¹³⁴.

¹³¹ Monroy, El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores, 152. Valga advertir que el precitado autor cuestiona que parte de la doctrina ha querido ver en el correcto funcionamiento del mercado una relación con su pretendida “eficiencia”, expresión con la que muestra su disconformidad, por cuanto no se puede hablar de eficiencia en un mercado de renta variable en el que influyen cada día miles de variables. En todo caso se debería hablar de transparencia cuando a lo que se refiere ese nutrido grupo de autores es al acceso a información no manipulada y a la correcta formación de los precios.

¹³² Caro, Derecho Penal Económico Parte Especial, 272.

¹³³ Monroy, El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores, 153.

¹³⁴ Vega, El delito de uso de información privilegiada, 190. En España, la polémica sobre la posibilidad de considerar el “orden económico” como bien jurídico-penal surgió con la publicación del Proyecto de Ley Orgánica de Código penal de 1980, cuyo Título VIII del Libro II hacía alusión a los “Delitos contra el orden socioeconómico”. En ese momento, un sector de la doctrina no hizo esperar sus críticas hacia el referido título, por entender que se pretendía tutelar penalmente el orden socioeconómico, interpretación que probablemente se derivó de la lectura de la exposición de motivos que prescribía “se otorga carta de naturaleza, como objeto de protección penal al orden económico”. No obstante, se ha señalado que dicha expresión no prejuzgaba que el orden socioeconómico fuese el bien jurídico en sentido técnico, sino que más bien se

En ese orden de ideas Salise Monteiro, indica que, en efecto, la protección penal del orden económico surgió de la necesidad de proteger ciertas funciones estatales consagradas en la Constitución, consideradas esenciales para la propia existencia del Estado. Sin embargo, lo que observamos actualmente es que, mediante el uso expansivo del derecho penal económico, el legislador busca satisfacer las necesidades de la sociedad ante las nuevas situaciones de riesgo creadas por la modernidad y el avance tecnológico¹³⁵.

Se puede afirmar que el orden socioeconómico, a pesar de estar protegido por la Constitución, es solo, en términos generales, el bien jurídico protegido por los delitos económicos. Sin embargo, a efectos penales, esta concepción amplia no cumple con el rigor técnico y la precisión requeridos. Esto se debe a que el orden económico puede abarcar varias categorías, subdivididas en grupos de intereses conexos, según la política estatal, que constituirán algunos grupos de delitos económicos, dependiendo del enfoque que se le dé al objeto de protección del derecho penal. Por tanto, entendemos que, si el orden económico es el bien jurídico a proteger en sentido amplio por los delitos económicos, el bien jurídico específico protegido en sentido estricto debe analizarse en función de las características del grupo al que pertenece cada delito en la legislación penal, a partir de la definición que da la Constitución¹³⁶.

Quienes admiten que el orden económico puede ser concebido como bien jurídico en sentido técnico, advierten que tal planteamiento sólo es admisible en la medida en que se entienda que dicho orden económico, concebido como regulación jurídica, se concreta en un determinado interés jurídico del Estado que difiere según el delito de que se trate. En tal sentido, Bajo/Suárez sostienen que sólo el orden económico *strictu sensu* puede aparecer como bien jurídico protegido de forma directa o en sentido técnico, si bien esta categoría se concreta en un determinado interés de la Administración que se plasma en cada figura delictiva en particular. Por el contrario, aducen que el orden económico *lato sensu* nunca se presenta como bien jurídico protegido en sentido técnico¹³⁷.

Pese a este planteamiento, consideramos que el orden económico no puede constituirse como bien jurídico en sentido técnico, ni siquiera cuando se trate del orden económico en sentido estricto, sino sólo como un bien jurídico mediato. Esta afirmación sugiere que en el ámbito de los delitos económicos en sentido estricto se debe apreciar un bien jurídico mediato, caracterizado en todo caso por tratarse

utilizó como un criterio de agrupación sistemática de algunas figuras delictivas “en atención a lo que se viene entendiendo por orden económico como objeto de protección constitucional y jurídica”.

¹³⁵ Monteiro, O delito de Uso de Informação Privilegiada: contexto, evolução e bem jurídico, 191.

¹³⁶ Ibidem.

¹³⁷ Vega, El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, 191. En cualquier caso, se ha sugerido que para determinar si el orden económico es un bien jurídico protegido se tiene que empezar por distinguir entre las dos categorías de delitos económicos. En este sentido, se ha dicho que en los delitos económicos en sentido amplio el orden económico jamás podrá constituir un bien jurídico en sentido técnico, aunque sí podrá concebirse como bien jurídico mediato, integrado por la *ratio legis* o motivos de la criminalización. En cambio, en el ámbito de los delitos económicos en sentido estricto la cuestión es un poco más compleja, pues, aunque a primera vista podría pensarse que el orden económico se presenta como bien jurídico directamente tutelado, lo cierto es que, como alega Martínez-Buján, tal afirmación sólo puede ser aceptada si se acompaña de importantes matizaciones.

de un bien colectivo general *inmaterial* o *institucionalizado* (referido al orden económico general, independientemente de que éste pueda ser objeto de subdivisión según sus diversas funciones), y un bien jurídico inmediato que también tendrá naturaleza colectiva general y que será el interés directamente tutelado en sentido técnico¹³⁸.

Por último, tal como lo afirma Monteiro, desde una revista al derecho penal español y brasileño, la tendencia expansionista del derecho penal en las últimas décadas, reconocida en la creación de nuevos tipos penales y la expansión de áreas de riesgo jurídicamente relevantes, es un rasgo característico de las legislaciones penales de España y Brasil (y podemos agregar que de El Salvador). Los delitos contra el orden económico son el ejemplo más claro de ello, en lo que respecta a la adopción de la protección de los bienes jurídicos colectivos y el peligro abstracto. En consecuencia, el delito de tráfico de información privilegiada también es un ejemplo paradigmático. Si bien las críticas doctrinales son bien conocidas, estas características no pueden verse negativamente. De hecho, se trata de un fenómeno que surgió con la modernidad y las nuevas situaciones de riesgo creadas por la propia humanidad. Las instituciones jurídicas deben reconocer este escenario contemporáneo y perfeccionar sus herramientas hermenéuticas para trabajar con las innovaciones del derecho penal en el ámbito económico¹³⁹.

3.1.3. Modelos de protección tendientes a considerar la pluriofensividad del delito.

Finalmente encontramos aquellas posturas, que, desde nuestro parecer, son las más apropiadas en la determinación de los intereses merecedores de protección penal, aquí se encuentran recogidas las tesis que giran en torno a la pluriofensividad del delito, o, si se lo prefiere, a la polivalencia de los bienes jurídicos. En este modelo existen varias posturas que sostienen que la comisión de las conductas descritas en los ordenamientos jurídicos como abuso de información privilegiada, delito de iniciados o *insider trading* (en el derecho anglosajón principalmente), resulta en efectiva la lesión de una multiplicidad de intereses irreductibles e interrelacionados para lograr el correcto funcionamiento del mercado de valores como bien jurídico plural, integrado, entre otros por los principios de equidad y transparencia en el acceso a la información como condición necesaria para generar la confianza de los inversores.

En el derecho español, por ejemplo, que regula el delito de abuso de información privilegiada en el artículo 285 CP (el cual sufrió una reforma muy significativa en el año 2019), un amplio sector doctrinal sostiene que el mismo contiene un delito pluriofensivo, en la medida en que, por un lado, protege un bien jurídico supraindividual o colectivo identificado con el correcto funcionamiento del mercado de valores y, por otro, se brinda protección penal al patrimonio de los inversores¹⁴⁰. Entre los autores más destacados con relación a este modelo, se encuentran las tesis de Hurtado Pozo, González Cussac, el profesor Terradillos Basoco, García Sanz, entre otros. De manera que procederemos al

¹³⁸ Vega, El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores.192.

¹³⁹ Monteiro, O delito de Uso de Informação Privilegiada: contexto, evolução e bem jurídico, 352.

¹⁴⁰ Vega, El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, 50.

examen de este tercer modelo, que, a nuestro parecer plantea una mejor solución entorno a la problemática del bien jurídico protegido en relación con el delito de abuso de información privilegiada.

Para el profesor Hurtado Pozo, la protección penal que brinda, en el caso suizo el Art. 161 del Código Penal, se encuentra destinada, en primer lugar, a tutelar la igualdad de los inversores en la participación en el mercado de valores. Esta protección a favor de la igualdad de los inversores favorece también la transparencia del mercado de valores en la medida que presume la adopción de una real política de información de todos los participantes en la actividad bursátil¹⁴¹.

Pero no es la igualdad de los inversores el único interés que se protege mediante la criminalización del abuso de información privilegiada pues convergen, aunque con distinto nivel, otros valores jurídicos. Se protegen adicionalmente a la empresa de la violación del deber de lealtad realizada por el *insider*, así como su reputación¹⁴².

De ahí que, Reaño Peschiera, entienda que el profesor Hurtado Pozo al comentar el referido artículo 161 del Código Penal suizo, distingue además otros bienes jurídicos vinculados con la afectación de las estructuras empresariales, afectados por las operaciones llevadas a cabo por los iniciados, es decir, mediante el abuso de información privilegiada, señalando desde esta perspectiva que para Hurtado Pozo, se protegen, además: i) a la empresa contra la violación del deber de lealtad que tienen las personas informadas en razón del cargo que ocupan dentro de ésta; ii) los abusos cometidos por estas personas conllevan también consecuencias negativas sobre la reputación de la empresa; y, iii) cuando la persona que posee información privilegiada compra barato las acciones de su empresa y las vende, luego, a mayor precio, se enriquece tanto a costa de la misma empresa como, en detrimento de los accionistas que no se encontraban, igualmente, informados¹⁴³.

En similar línea interpretativa, Otto, considera que el *insider trading* puede causar un triple perjuicio al representar un abuso de confianza frente a la empresa en la que el sujeto activo (iniciado) trabaja o para la que desempeña su actividad; asimismo, puede lesionar intereses patrimoniales del inversionista individual y, finalmente, puede perjudicar intereses económicos generales mediante la vulneración de la confianza del inversor en la capacidad de funcionamiento bursátil¹⁴⁴.

Modernamente han surgido nuevas posiciones, o, más exactamente, matizaciones de los criterios antes mencionados, respecto del objeto de tutela de esta novedosa figura delictiva, aunque, en realidad, todas éstas intentan llegar a un punto común, esto es, la protección del correcto

¹⁴¹ Caro, Derecho Penal Económico Parte Especial, 273.

¹⁴² *Ibidem*.

¹⁴³ José Leandro Reaño Peschiera, "La problemática del bien jurídico protegido en el delito de insider trading y su técnica de protección", *Themis Revista de Derecho*, n.42 (2001): 344 345. En definitiva, para Hurtado Pozo, se protege la igualdad de los inversores respecto a las posibilidades de participar en el mercado de valores, esto es, libertad de acceso al mercado y, a la empresa contra la violación del deber de lealtad que tienen las personas informadas en razón de la plaza que ocupan dentro de esta.

¹⁴⁴ Reaño, La problemática del bien jurídico protegido en el delito de insider trading, 345.

funcionamiento del mercado de valores como pilar esencial de la economía de mercado. En este sentido, algunos destacan que con el delito de iniciados se protegen tres aspectos esenciales del sistema bursátil, que además están recogidos en la regulación administrativa del mercado de valores, a saber: la seguridad en las transacciones, la correcta formación de precios y la protección del sistema bursátil¹⁴⁵.

Como ya lo hemos indicado anteriormente, para la prominente autora brasileña Salise Monteiro, el bien jurídico tutelado resulta ser el correcto funcionamiento del mercado, el cual es identificado por parte de la doctrina como el objeto jurídico supraindividual difuso de protección de la norma, caracterizado, en términos concretos, por el respeto al principio de igualdad de oportunidades de los inversores.¹⁴⁶

En el mismo sentido se nos presenta la postura de García Sanz, quien, de quien ya habíamos anticipado su postura. Si bien, García Sanz, afirma que el bien jurídico protegido en la figura delictiva analizada es el correcto funcionamiento del mercado de valores, también reconoce que para que este correcto funcionamiento se asegure, se necesita de la transparencia del mercado, la cual, a su vez, garantiza a los inversores la concurrencia en condiciones de igualdad y que los precios sean en consecuencia, resultado de la normal evolución de la contratación. Indicando que la confianza de los inversores en la transparencia del mercado sería una pieza fundamental para el mantenimiento de la economía cuyo eje fundamental es el mercado financiero¹⁴⁷.

Por lo que, de la postura propuesta por Salise Monteiro y García Sanz, respectivamente, perfectamente podemos llegar a advertir la existencia de un bien jurídico supraindividual y plural, como lo es el correcto funcionamiento del mercado de valores, el cual estaría constituido o integrado por los siguientes intereses jurídicamente relevantes para el derecho penal, siendo estos: i) la transparencia informativa en el mercado de valores; ii) la igualdad de oportunidades para los inversionistas; iii) asimismo, la confianza de los inversores en mercado de valores.

En la doctrina económica y jurídica (mercantil, administrativa y penal) comúnmente se afirma que las operaciones con información privilegiada en el mercado de valores pueden afectar una pluralidad de intereses jurídicos. En este sentido, la doctrina penal española suele invocar el planteamiento del penalista alemán *Stratenwerth*, quien –siguiendo a *Forstmoser*– agrupa alrededor de tres criterios las afectaciones que provoca el uso de información privilegiada. Así, pues, en primer lugar, se sostiene que las operaciones de iniciados pueden configurarse como un abuso de confianza frente a la sociedad en la que el insider labora o para la que desempeña su actividad profesional, en segundo

¹⁴⁵ Vega, El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, 118.

¹⁴⁶ Monteiro, O delito de Uso de Informação Privilegiada: contexto, evolução e bem jurídico, 221.

¹⁴⁷ García Sanz, El delito de abuso de información privilegiada, 62. Incluso, la misma autora reconoce que, no obstante, esta no es una cuestión unánime en la doctrina, sino que se discute si con la tipificación de este delito se pretende proteger otros bienes como los intereses de las empresas que recurren al ahorro, la igualdad de posibilidades de los participantes en el mercado de valores u otros intereses de los inversores y, en concreto, su patrimonio individual.

lugar, tales abusos constituyen un engaño a otros inversores y, en ese sentido, una violación del principio de igualdad de oportunidades y, en tercer lugar, dichas operaciones pueden perjudicar intereses económicos generales, al vulnerar la confianza del inversor en el correcto y transparente funcionamiento del mercado de capitales¹⁴⁸.

Terradillos Basoco entiende que el bien jurídico tutelado resulta de la combinación “de un interés supraindividual y colectivo, en la medida que se lesiona o pone en peligro la credibilidad (confianza) del sistema bursátil, y, de otra parte, intereses concretos de los particulares afectados por la conducta”, postura que no soslaya el carácter lesivo que posee el delito estudiado en la legislación española, definido por la exigencia típica de obtención de un beneficio o, alternativamente, de causación de un perjuicio¹⁴⁹.

Por su parte, González Cussac considera que el interés protegido penalmente a través del abuso de información privilegiada es una especie de mixtura de intereses colectivos, constituidos por la credibilidad del sistema del mercado de valores, e intereses individuales, compuestos por la afectación de las expectativas comerciales de los participantes en la actividad bursátil¹⁵⁰.

La posición defendida por el profesor González Cussac, a decir de Terradillos Basoco, tendría su origen en la ubicación sistemática que el Código Penal español proporciona al delito de abuso de información privilegiada, dentro del Capítulo XI del Título XIII de libro II del Código Penal, dedicado a los delitos “relativos al mercado y los consumidores”, así como la exigencia del orden material y formal. En el plano material, se puede mencionar la referencia a la necesidad de que a conducta ocasione beneficio o perjuicio y en el ámbito formal puede mencionarse que la iniciación del proceso penal requiere de denuncia del Ministerio Público cuando se afecten “intereses generales o a una pluralidad de personas¹⁵¹.

Es evidente, pues, la falta de claridad en cuanto a la identificación de un concreto bien jurídico que sirva como criterio rector de interpretación del tipo; no obstante, como hemos visto anteriormente, la doctrina mayoritaria sugiere que el objeto de protección gira en torno al “correcto funcionamiento del mercado de valores, asegurando la igualdad de oportunidades a los inversores y configurando, en definitiva, un espacio de mercado transparente y merecedor de la confianza de todos los operadores económicos”. Esta diversidad de objetos jurídicos enmarcados en la protección (genérica) del correcto funcionamiento del mercado de valores, ha dado lugar a que algún autor, verbigracia *Martínez-Buján*, sostenga que estamos frente a un bien jurídico supraindividual difuso, institucionalizado o espiritualizado¹⁵².

¹⁴⁸ Vega, El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, 117.

¹⁴⁹ Reaño, La problemática del bien jurídico protegido en el delito de insider trading, 345.

¹⁵⁰ Caro, Derecho Penal Económico Parte Especial, 274.

¹⁵¹ Ibidem.

¹⁵² Vega, El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, 120.

4. Toma de posición entorno al bien jurídico protegido.

Ahora, sobre la base de los modelos de protección al bien jurídico expuestos anteriormente, procederemos a nuestro posicionamiento en torno al que consideramos como el bien jurídico merecedor de protección penal mediante la prohibición de las prácticas constitutivas de abuso de información privilegiada. En primer término, consideramos que existe una pluralidad de intereses que se ven afectados por las prácticas cometidas por quienes aprovechando su posición entorno a los emisores de los activos cotizados en el mercado bursátil, abusan de la información reservada a la cual llegan a tener acceso obteniendo una ventaja indebida por su actuar desleal sobre el resto de inversionistas, lo que se traduce en un beneficio económico, por tanto, ilícito. En todo caso, se perjudica la confianza de los inversionistas, alejando la voluntad de los mismos de participar en un mercado donde la transparencia y la igualdad de oportunidades en el acceso a la información (condición necesaria para la toma de decisiones sobre la negociación de los activos bursátiles) se ve menospreciada.

Esto no solo afecta a los inversionistas en un sentido particular y estrictamente patrimonial, sino que altera la forma en como el mercado debería desenvolverse libre y eficientemente, donde la oferta y la demanda fluyan espontáneamente sin ningún tipo de manipulación que pueda llegar a incidir negativamente en la formación de precios. Tal como sostiene Gómez Iniesta, el mercado es el mayor perjudicado, a través de la fórmula “correcto funcionamiento del mercado”, entendiéndolo que al protegerlo de manera indirecta se están protegiendo otros intereses, como los inversores, la igualdad de oportunidades, entre otros. Debe recordarse que la función de los mercados es la transformación del capital en inversión y ahorro y la adopción de medidas de ordenación de la política económica que abran las puertas a toda la población, solo podrá llevarse a cabo si los inversores tienen confianza en el funcionamiento del mercado, garantizándose unas condiciones mínimas satisfactorias para que estos puedan realizar sus inversiones. Aparece así la confianza de los inversores en el correcto funcionamiento del mercado como bien jurídico protegido¹⁵³.

Nuestra postura, en consecuencia, está orientada a identificar la pluriofensividad del delito al lesionarse una multiplicidad de intereses que concurren para que el mercado pueda funcionar de manera correcta y de la forma más eficiente posible. De manera que, el bien jurídico no puede ser concebido sino a partir de una construcción plural del mismo, quedando comprendidos como objeto de protección desde la órbita del derecho penal la confianza de los inversores que solo se logrará a partir de la igualdad de oportunidades que el mercado les permita en torno al acceso equitativo y el manejo transparente de la información.

Gómez Iniesta plantea, asimismo, que, en España este modelo ha encontrado incluso el beneplácito del legislador cuando en el preámbulo de la LO 1/2019 señala que “el bien jurídico protegido no se configura tanto en atención al contenido patrimonial o al propio orden socioeconómico, como a la integridad de los mercados y la confianza de los inversores que actúan en ellos” y añade como finalidad

¹⁵³ Eduardo Demetrio Crespo, ed., *Derecho Penal Económico y Teoría del Delito* (Valencia: Tirant Lo Blanch, 2020), 636.

de la norma “garantizar, en primer término, la integridad de los mercados financieros de la Unión y de aumentar, en un segundo plano, la protección de los inversores y la confianza en esos mercados”¹⁵⁴.

De manera, que la confianza y la integridad en los mercados son dos bienes jurídicos reconocidos como merecedores de protección penal, lo cual es cierto, pero no deja de serlo también, el hecho de que la confianza en el mercado no se alcanzaría si no se potencia la transparencia y el igualitario acceso a la información relevante para las negociaciones llevadas a cabo en el mercado de valores, por lo que estos también resultan ser merecedores de protección penal.

En un sentido parecido, Martínez Flórez, indica que estos requisitos para el buen funcionamiento de los mercados de valores se han convertido en objetivos de la regulación prácticamente en todos los ordenamientos de nuestros días y parecen explicitados también, de alguna manera, en la LMV de España desde su redacción originaria, al establecer que *“la Comisión Nacional del Mercado de Valores velará por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de esos fines”* (art.13). Protección del inversor, transparencia de los mercados y correcta formación de los precios son los fines a los que se dirige la regulación y por cuyo cumplimiento debe velar la CNMV. La correcta formación de los precios depende, naturalmente, de la transparencia y la divulgación de toda la información que pueda incidir en ellos, pero también, y de una forma fundamental, del comportamiento correcto de los intervinientes en el mercado¹⁵⁵.

Por lo que, en su concepción la citada autora, reconoce que el correcto funcionamiento del mercado de valores, es un bien jurídico articulado de otros intereses y valores merecedores de protección penal, siendo, por tanto, un bien jurídico complejo y plural resultado de la concatenación de intereses relevantes para el derecho como la igualdad de oportunidades, el cual, a su vez no sería posible si no se respetan y garantizan los principios de equidad y transparencia en el acceso y uso de la información relevante para las cotizaciones de los valores bursátiles.

Del marco normativo que regula el mercado de valores en El Salvador, también podemos advertir cuales son los intereses que el Estado ha considerado como merecedores de protección, los cuales, ante los eventos lesivos más graves podrían dar lugar a una sanción de índole penal bajo el supuesto que se criminalice las prácticas de abuso de información privilegiada. La Ley del Mercado de Valores

¹⁵⁴ Crespo, Derecho Penal Económico y Teoría del Delito, 636.

¹⁵⁵ Martínez, Los Fundamentos de la Prohibición del Abuso de Mercado, 39. Por ello -expresa la autora- se les exige abstenerse de realizar conductas que distorsionen el proceso normal de formación de los precios (“provocar, en beneficio propio o ajeno, una evolución artificial de las cotizaciones” o “multiplicar las transacciones de forma innecesaria y sin beneficio para el cliente”), así como de efectuar operaciones utilizando información privilegiada (arts. 80 y 81 LMV 1988), considerando como infracción sancionable por dicha CNMV tanto el «desarrollo de prácticas dirigidas a falsear la libre formación de los precios en el mercado de valores» como el uso de información privilegiada (art. 99). La protección de la justicia (fairness) y la honestidad (honest) de los mercados y de sus participantes está así también en el primer plano desde la redacción originaria de la LMV.

de nuestro país, establece en sus considerandos cuales son las aspiraciones del legislador al crear este marco normativo y los intereses que pretenden tutelar.

De manera, que en el primer considerando de nuestra LMV se establece que “*el desarrollo económico nacional requiere de un Sistema Financiero moderno que **promueva el aumento de los niveles de ahorro nacional**, la asignación eficiente de los recursos, y la ampliación de los servicios financieros, todo en un marco de un mercado libre y transparente*”, dejando claro desde el principio que la transparencia es piedra angular en nuestro mercado bursátil y que, por lo tanto, es merecedora de la máxima protección posible a efecto de garantizar el eficiente funcionamiento de este mercado.

Más notorio se vuelve este interés del legislador en proteger la igualdad y transparencia en el acceso a la información para el eficiente funcionamiento del mercado de valores, al reafirmarlo en el tercer considerando de la LMV, al establecer textualmente lo siguiente: “*el desarrollo de un **mercado de valores eficiente**, en un ambiente de sana competencia, requiera que la oferta pública de los mismos, sea conducida por intermediarios autorizados, con **información completa** y auditada **sobre los emisores** de dichos valores y en los **mercados físicos organizados como son las bolsas de valores**, en donde las transacciones se realizan en forma segura y expedita, y **asegurando que se proporciona el flujo de información adecuada para el público en general***. Lo cual nos hace advertir que para el legislador salvadoreño la transparencia, el acceso y la equidad a la información relevante y necesaria para las operaciones bursátiles es indispensable, merced de lo cual, amerita la máxima protección por parte del Estado. Se pretende así motivar la inversión en nuestros mercados financieros, para lo cual es *conditio sine qua non* garantizar a los participantes del mercado, sean estos emisores y/o inversionistas, que puedan interactuar en igualdad de condiciones en la negociación bursátil y esto requiere que se asegure el acceso a la información suficiente para la toma de decisiones en la negociación de los instrumentos cotizados.

El interés del legislador en dotar de tutela al correcto funcionamiento del mercado de valores, se refuerza por lo establecido en la Ley de Supervisión y Regulación del Sistema Financiero, la cual establece en su tercer considerando, *que el **funcionamiento transparente, eficiente y ordenado de los mercados financieros** permite una adecuada asignación de los recursos canalizados a través del sistema financiero y requiere de las instituciones y entidades que lo integran, el cumplimiento de regulaciones prudenciales y de buenas prácticas de gestión de riesgo y gobierno corporativo, el adecuado manejo de potenciales conflictos de interés, **la divulgación de información relevante** y la **existencia de controles para evitar el uso indebido de información privilegiada***.

De ahí que, nuestro legislador cuanto menos a nivel del derecho administrativo financiero, tenga claro que el mercado para su eficiente funcionamiento requiere de la transparencia y la igualdad en el manejo de la información relevante para las transacciones financieras, proscribiendo las practicas que alteren tal eficiencia, como el de uso indebido de información privilegiada.

Por nuestra parte, consideramos que la confianza de los inversores en el mercado, la equidad y la transparencia informativa son pilares fundamentales que se articulan en un bien jurídico supraindividual y pluriofensivo denominado “correcto funcionamiento del mercado”, el cual, no es sino la suma de tales intereses de relevancia para el Derecho Penal. Pues solo a partir de la concurrencia y protección de tales intereses podrá garantizarse la eficiencia del mercado tanto en la formación de los precios como en la estabilidad del sistema financiero, el cual se vería perjudicado de verse distorsionado el mercado de valores, por lo que el riesgo y el daño eventualmente producidos sería de carácter sistémico y no meramente aislado.

CAPÍTULO II

ANÁLISIS DOGMÁTICO DE LAS CONDUCTAS TÍPICAS MERECEDORAS DEL REPROCHE PENAL POR CONSTITUIR ABUSO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA.

1. El surgimiento del delito de abuso de información privilegiada.

El desarrollo de la regulación sobre insider trading en el derecho comparado ha experimentado una paradoja evolutiva. El origen de la prohibición se remonta a una decisión de 1961 de la Comisión de Mercado de Valores de los Estados Unidos (*Securities and Exchange Commission*, "S.E.C."), en la que se calificó al insider trading como un fraude en conexión con una operación con valores. La asunción rigurosa del micro enfoque por la Corte Suprema de los Estados Unidos en 1980 condujo a una restricción del posible círculo de autores idóneos. El modelo regulativo adoptado a partir de 1989 en Europa, en cambio, se desentendió de esa restricción y consideró al insider trading como un abuso de mercado, ampliándose consistentemente el ámbito alcanzado por la prohibición en 2003 y 2014. El modelo europeo ha terminado por dominar el derecho comparado, salvo por el derecho federal de los Estados Unidos, que sólo ha experimentado ampliaciones parciales a la restricción impuesta por su Corte Suprema. Como resultado de esta marginación de la evolución del derecho comparado, el derecho federal estadounidense descansa hasta el día de hoy en una calificación jurisprudencial del insider trading que cubre de modo indirecto, complejo y fragmentario el campo de comportamientos que el derecho comparado define como ilícito de manera directa, simple y completa¹⁵⁶.

Este comportamiento sólo recientemente ha comenzado a ser sancionado penalmente de manera generalizada. Así, por ejemplo, en Europa no lo ha sido sino a partir de la década de los noventa del pasado siglo, y, concretamente en España aparece por primera vez como sanción administrativa, con la Ley de mercado de Valores en 1988 y sólo en 1995, los casos más graves son considerados delitos mediante el art. 285 del Código Penal español. Pese a ello en la práctica, hasta el momento, todos los casos conocidos de abuso de información privilegiada se han resuelto a través de la imposición de las sanciones administrativas previstas en la Ley del Mercado de Valores¹⁵⁷.

El marco legal vigente en materia de abuso de mercado en la Unión Europea está constituido por el Reglamento 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado, conocido por sus siglas en inglés como MAR y en español RAM), aplicable desde el 3 de julio de 2016 (v. art. 39), y la Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado (Directiva sobre abuso de mercado, conocida por sus siglas en inglés como MAD, y en español DAM), que acaba de ser traspuesta al Derecho español por medio de la Ley Orgánica 1/2019, de 20 de febrero, por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal, para transponer Directivas de la Unión Europea en los ámbitos financiero y de

¹⁵⁶ Iván Navas Mondaca, *Derecho Penal Económico. Parte Especial. Actualizado a la Ley 21.595 de delitos económicos* (Valencia: Tirant lo Blanch, 2024), 76.

¹⁵⁷ Nieto, *Derecho Penal Económico*, 214-215.

terrorismo, y abordar cuestiones de índole internacional. Estas normas (el RAM y la DAM), que han sido desarrolladas por un importante cuerpo de Derecho derivado, derogan el régimen anterior, constituido por la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y por las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión, que fueron las primeras normas que regularon a nivel europeo el abuso de mercado¹⁵⁸.

Como hemos indicado, en España la prohibición del uso de información privilegiada encuentra su regulación en el artículo 285.1 del Código Penal, el cual castiga a quien “...de forma directa o indirecta o por persona interpuesta realizare actos de adquisición, transmisión o cesión de un instrumento financiero, o de cancelación o modificación de una orden relativa a un instrumento financiero, utilizando información privilegiada a la que hubiera tenido acceso reservado en los términos del apartado 4, o recomendare a un tercero el uso de dicha información privilegiada para alguno de esos actos, será castigado con la pena de prisión de seis meses a seis años, multa de dos a cinco años, o del tanto al triple del beneficio obtenido o favorecido o de los perjuicios evitados si la cantidad resultante fuese más elevada, e inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión o actividad de dos a cinco años, siempre que concorra alguna de las siguientes circunstancias:

- a) que, como consecuencia de su conducta obtuviera, para sí o para tercero, un beneficio superior a quinientos mil euros o causara un perjuicio de idéntica cantidad;
- b) que el valor de los instrumentos financieros empleados fuera superior a dos millones de euros;
- c) que se causara un grave impacto en la integridad del mercado”.

En El Salvador, en cambio no existe una regulación en el orbe del derecho penal tendiente a tipificar el delito de abuso de información privilegiada y tal como hemos apuntado en apartados anteriores, solo se ha considerado su sanción desde el derecho administrativo, específicamente en los Arts. 34 Inc. 3, 35, 92 Inc. 3, y 107 letra h, de la Ley del Mercado de Valores, así como en el Art. 201 Inc. 2 de la Ley de Bancos. Todo ello pese a que tenemos en el país un mercado de valores muy dinámico y cada vez en aumento respecto al volumen de las transacciones realizadas, mismas que abarcan miles de millones por año y representan un porcentaje muy significativo del producto interno bruto del país.

Por ello existe la actual necesidad de adoptar una política criminal y un marco normativo orientado a la protección del mercado, prohibiendo el abuso de información privilegiada en las negociaciones bursátiles, de manera que el mercado funcione de forma eficiente y en la medida de lo posible de la forma más perfecta. Todo lo cual, comporta garantizar la igualdad de condiciones, la transparencia y la confianza en los mercados financieros. De otra manera, la económica pública se vería gravemente afectada producto del clima de desconfianza que generan estas prácticas en los inversores. De forma que estas conductas desestabilizan y afectan la integridad del mercado, destruyen la reputación de las empresas y como consecuencia ahuyentan la inversión en nuestros mercados. Solo bajo

¹⁵⁸ Martínez, Los Fundamentos de la Prohibición del Abuso de Mercado, 15-16.

condiciones de igualdad, equidad y transparencia informativa un mercado puede atraer al mayor número de inversores lo que es primordial para el crecimiento y la sostenibilidad económica nacional.

2. Elementos del Tipo Objetivo.

2.1. Tipo Penal de Elementos Normativos.

En el ámbito de las llamadas “nuevas formas de delincuencia”, fundamentalmente en los delitos socioeconómicos y contra el medio ambiente, el legislador suele recurrir a la técnica de las leyes penales en blanco o a la utilización de tipos penales con elementos normativos, ya que la complejidad de las materias ajenas al Derecho Penal obligan, por razones sistemáticas, de economía legislativa y por coherencia del ordenamiento jurídico, a establecer normas penales cuyo supuesto de hecho debe ser completado por una regulación extrapenal o, por el contrario, tipos penales que si bien contienen la totalidad de la descripción típica, requieren, para su comprensión, de elementos normativos desarrollados en otras disciplinas científicas no exclusivamente jurídicas¹⁵⁹.

En cuanto al delito de abuso de información privilegiada, nos dice Ruiz Rodríguez, que, para el caso del Código Penal español es notoria la ausencia de algunos elementos de la descripción de las conductas cuyo contenido parece satisfactoriamente resuelto en la legislación administrativa. Así, no se ha puesto mayor interés en establecer un concepto de información privilegiada, ni de perfilar los contornos de ninguno de los elementos normativos y descriptivos relacionados con la actividad bursátil, tales como “valores”, “instrumentos negociables”, “mercados oficiales de valores” o “cotización”¹⁶⁰.

Ante la necesidad de determinar su contenido, cabe la posibilidad de aceptar el significado administrativo y mercantil de los términos utilizados (posición privatista); que el derecho penal dé un contenido propio a tales figuras (postura autónoma); o, partiendo de una concepción mixta, interpretar los conceptos provenientes de otras ramas del ordenamiento en función de las necesidades de aplicación de las normas penales (postura teleológica). Entiendo que esta última postura es la más adecuada, ya que la privatística convierte al derecho penal en un simple catálogo de sanciones que se anexiona a la infracción de derechos y obligaciones mercantiles y civiles, y la autónoma tiende a perder el sentido de la realidad, en cuanto inventa figuras jurídicas cuyo origen y contenido sólo pueden entenderse desde la rama del ordenamiento que las crea en función de sus necesidades y con una sistemática determinada. Por eso, términos como “valores”, de difícil conceptualización en el propio derecho mercantil, sólo adquieren significación como elementos normativos del tipo penal puestos en relación con los bienes jurídicos que subyacen tras la elaboración de la norma penal, y no sólo en relación con la función que ejercen en el derecho mercantil¹⁶¹.

Así también, como se ha podido advertir con anterioridad, el derecho administrativo es una rama que tiene una trascendencia incuestionable en los delitos bursátiles, en el caso de El Salvador, como

¹⁵⁹ Vega, el delito de información privilegiada, 278.

¹⁶⁰ Luis Ramón Ruiz Rodríguez, ed., Sistema penal de protección del mercado y los consumidores. Actas del II Seminario Internacional de Derecho Penal Económico (Jerez: Tirant lo Blanch, 2000),146.

¹⁶¹ Ibid. 146-147.

hemos visto, la prohibición y sanción de las prácticas de abuso de información privilegiada viene establecidas por la propia Ley del Mercado de Valores, ley que obedece al entramado del del derecho administrativo.

De ahí que, debido a la influencia del derecho administrativo en la configuración típica de las conductas, los tratadistas afirman la existencia de una “*administrativización* del derecho penal”, respecto de la cual debe decirse que la mayoría de aspectos de la economía regulados penalmente son primeramente abordados mediante el derecho administrativo sancionador, lo que se traduce en la elaboración de los tipos penales mediante el recurso a las leyes penales en blanco y a través de la utilización de elementos normativos, en palabras de TIEDEMANN: de términos “*jurídicos-administrativos*”¹⁶².

En ese sentido, en el ilícito que nos ocupa, no puede dudarse que el elemento normativo central en la tipificación del delito de iniciados resulta ser el concepto de “información privilegiada”. De allí la conveniencia de revisar las fórmulas legislativas utilizadas en países como Colombia, Costa Rica, España, Perú y Portugal para llenar de contenido al aludido elemento normativo¹⁶³. En el caso del derecho penal español, el Código Penal que regula el tipo de abuso de información privilegiada en art. 285, parece no ser la excepción en materia de delitos económicos, pues en toda la descripción típica el legislador recurre a términos como “información relevante”, “valores o instrumentos negociados” o “mercado organizado, oficial o reconocido”, lo que ha llevado a un sector doctrinal minoritario a calificar el precepto como ley penal en blanco, en contraposición a quienes consideran con razón que, en realidad, se trata de un tipo con elementos normativos¹⁶⁴.

El Código Penal peruano, al igual que el Código Penal español, plantean una necesaria remisión normativa a las respectivas disposiciones administrativas destinadas a regular el tratamiento del abuso de información privilegiada. Este tipo de remisión opera para los efectos de interpretar el contenido del elemento normativo “información relevante”, en el caso del Código Penal español, y del elemento normativo “información privilegiada” del caso del Código Penal peruano¹⁶⁵.

Sin embargo, se afirma que, cuando el art. 285 del Código Penal español utiliza en la descripción típica términos como “información relevante para las cotizaciones”, “valores o instrumentos negociados” o “mercado organizado, oficial o reconocido”, está haciendo una clara remisión normativa al ámbito respectivo del mercado de valores, más específicamente a la Ley del Mercado de Valores de España y demás instrumentos que regulan este concreto ámbito económico. Y que, en consecuencia, estamos, pues, frente a un tipo con elementos normativos¹⁶⁶.

¹⁶² Caro, Derecho Penal Económico Parte Especial, 298.

¹⁶³ Ibid. 286.

¹⁶⁴ Vega, el delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, 278-280.

¹⁶⁵ Caro, Derecho Penal Económico Parte Especial, 286.

¹⁶⁶ Vega, el delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, 287.

El Código Penal de Costa Rica proporciona, como no lo hacen los Códigos español y peruano, una definición de lo que debe entenderse como “información privilegiada”. Según tal definición “información privilegiada” es aquella que no se ha hecho de conocimiento público y con capacidad de influir en el precio de los valores a que se refiere. Esta definición, por cierto, guarda coherencia con la definición que proporciona la Ley Reguladora del Mercado de Valores del mencionado país¹⁶⁷.

En el caso de Portugal, queda suficientemente claro que la referencia típica a “información privilegiada” a que hacen referencia los párrafos 1, 2 y 3 del Art. 378, del Código de mercados mobiliarios, ubicado en la Sección I (“Delitos contra el Mercado”), Capítulo I (“Delitos”), Título VIII (Crímenes e ilícitos de mera ordenación social) del aludido texto legal, constituye un elemento normativo que debe ser llenado de contenido, conforme a la definición proporcionada por el cuarto párrafo del aludido Art. 378¹⁶⁸.

En ese orden de ideas, resulta de suma importancia establecer si la necesidad de acudir a una norma extrapenal para lograr interpretar, comprender o dotar de contenido los elementos normativos del tipo penal, nos sitúan, *per se*, una ley penal en blanco, o, si, por el contrario, la necesidad de remitirnos a normas del orden administrativo y mercantil es indicativo de que estamos en presencia de un tipo penal de elementos normativos. Siendo preciso, en consecuencia, establecer una diferencia entre leyes penales en blanco y tipos penales con elementos normativos. La determinación de si estamos frente a una ley penal en blanco o frente a un precepto penal con elementos normativos (o descriptivos) tiene singular importancia práctica en materias propias del principio de legalidad, el ámbito temporal de la ley penal (retroactividad de la ley más favorable) y, fundamentalmente, en materia de error¹⁶⁹.

Aunque no hay un consenso en la doctrina respecto a la diferencia entre ley penal en blanco y tipos penales con elementos normativos, compartimos el criterio expuesto por el profesor Luzón Peña, quien ha propuesto un criterio de distinción en virtud del cual la ley penal en blanco hace una remisión en bloque a la norma extrapenal, de modo que será ésta la que establezca el contenido típico, mientras que en los tipos con elementos normativos sólo hay una remisión interpretativa cuando se quiera conocer el alcance de un elemento típico que ya ha sido descrito en la propia ley penal¹⁷⁰.

En ese sentido, la ley penal en blanco, debe ser entendida como aquella cuyo supuesto de hecho (o parte del mismo) se regula en una norma extrapenal a la que se remiten, dejando fuera de esta categoría a los siguientes casos, a saber: a) supuestos en los que la descripción del hecho está en la misma ley penal, b) tipos en los que se establece el supuesto de hecho, pero se remite en cuanto la sanción a otra norma del mismo Código Penal (casos a los que Jiménez De Asúa denomina “ley penal en blanco al revés”) y, c) casos en los que el recurso a la norma extrapenal es necesario para comprender el alcance de un determinado concepto presente en la descripción típica. En los dos

¹⁶⁷ Caro, Derecho Penal Económico Parte Especial, 286.

¹⁶⁸ *Ibid.* 287

¹⁶⁹ Vega, el delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, 278-280.

¹⁷⁰ *Ibid.* 281.

primeros supuestos estaríamos frente normas estructuralmente incompletas, mientras que en el último se trata de tipos con elementos normativos. En este sentido, pues, al contener la totalidad de la descripción típica y no ser necesario, en virtud de ello, la remisión a una norma extrapenal para concretarla, se afirma que el art. 285 del Código Penal español que regula el delito de iniciados, no encaja dentro de la categoría de las leyes penales en blanco, sino que, es un tipo con elementos normativos¹⁷¹.

2.2. Objeto Material.

Tal como nos ilustra Ferrandis y Martínez Garay, por lo que toca al objeto material del delito, este viene integrado por aquella información relevante para la cotización de cualquier clase de valores o instrumentos negociados en algún mercado organizado, oficial o reconocido, a la que el sujeto haya tenido acceso reservado con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial¹⁷².

De manera que, los elementos materiales del tipo vienen constituidos tanto por la información relevante para las cotizaciones, como por los mercados afectados y los instrumentos sobre los que recae la información relevante. Asimismo, habrá que contemplar la existencia del daño como elemento determinante o no para la configuración típica del delito de abuso de información privilegiada. Se trata de los elementos normativos del tipo, para lo cual, precisa la integración de normas del derecho administrativo y del derecho privado para lograr dotar de contenido a los mismos, por lo que, procederemos al examen de cada uno de estos elementos.

2.2.1. Mercado Afectado.

No cabe ninguna duda que el mercado afectado con las practicas constitutivas de abuso de información privilegiada, es el mercado de valores, también denominado como mercado de capitales o mercado bursátil, el cual, no es sino uno de los elementos fundamentales que conforman el sistema financiero de las economías modernas de los países y cuyo correcto funcionamiento debe garantizarse en todo momento para el sostenimiento de una economía estable y sólida, que brinde confianza a los inversionistas, tanto nacionales como extranjeros.

Su buen funcionamiento refleja, en general, una situación de estabilidad y crecimiento de la economía nacional en la cual se insertan. Por lo demás, son las empresas o compañías más importantes de cada país las que están presentes en las Bolsas de Valores, las que a partir de la imagen que son capaces de dar al mercado, sustentada principalmente en la información que proporcionan respecto a su gestión, resultados y proyecciones, se disputan los recursos de los inversores. Éstos, en su gran mayoría, concurren a la bolsa con la intención de comprar acciones de empresas que deberían reportarles ganancias en un futuro próximo, de acuerdo con los datos que manejan e interpretan. Por otra parte, las compañías van a la caza de los recursos de inversores, normalmente para seguir creciendo y generar mayores utilidades para sus accionistas. Así, el buen funcionamiento de los

¹⁷¹ Vega, el delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, 282.

¹⁷² Ferrandis, Tratamiento penal del abuso de información privilegiada en el mercado financiero, 134.

mercados de valores aparece como un interés de gran importancia para nuestra sociedad, en cuanto en ellos se mueven grandes volúmenes de inversión que, en definitiva, van en pro del crecimiento económico¹⁷³.

Así, aparece de manifiesto que en el mercado de valores (como en todo mercado), se ha de pretender garantizar la libre competencia. Esto implica necesariamente que todos los competidores, en especial los inversores, gocen de igualdad de armas al momento de decidir sobre participar o no en el mercado bursátil o en qué términos hacerlo, siendo una de las más importantes la información. Por tanto, deberá asegurarse a todos los inversionistas el libre e igualitario acceso a la información relevante para efectuar razonadamente sus cotizaciones. Existiendo esta situación, se dará sustento a la confianza de los inversores en el mercado de valores y, consecuentemente, se promoverá el buen funcionamiento del mismo¹⁷⁴.

Teniendo en cuenta la regulación del Código Penal español, que contempla en el Art. 285 el delito de abuso de información privilegiada, nuevamente nos encontramos aquí con que la disposición penal y la administrativa utilizan términos divergentes: así, la Ley del Mercado de Valores de España, exige que la información se refiera a valores o instrumentos negociados respecto de los cuales se haya cursado una solicitud de admisión a negociación en un “mercado o sistema organizado de contratación”; por su parte, el Código Penal español, prescribe que la información debe ser relevante para valores o instrumentos negociados “en algún mercado organizado, oficial o reconocido”¹⁷⁵.

Al respecto, la profesora Faraldo Cabana indica que, la referencia típica a cualquier mercado organizado, oficial o reconocido, constituye un concepto jurídico indeterminado que debe ser dotado de significado a través del derecho mercantil. La expresión “mercado organizado” hace referencia a la existencia de unas reglas públicas y uniformes de contratación y de mecanismos para la compensación multilateral y liquidación estandarizada de las operaciones contratadas en los mismos. El carácter “oficial” se superpone a la simple organización privada, contractual o, de hecho, a la que aporta una mayor dimensión institucional, nutrida de un reconocimiento normativo. Aporta algo más que debe vincularse a la técnica de supervisión y vigilancia de dichos mercados. En los de carácter oficial esta función se confía a instancias definidas de tipo institucional, mientras que en los simplemente organizados permanecerá en los términos de autorregulación que hayan establecido los propios operadores que sustentan y organizan el mercado de referencia¹⁷⁶.

¹⁷³ Juan Ignacio Rosas Oliva, “El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores: análisis crítico de la regulación contenida en la Ley Nº 18.045”, Revista Gaceta Jurídica, n.299 (2005): 7.

¹⁷⁴ Ibid. 8. En efecto, para el citado autor, la prohibición de abuso de información privilegiada en el mercado bursátil no importa meramente de una cuestión ética, sino que tendría su razón de fondo -*su ratio legis*- en resguardar la confianza de los inversores en el mercado de valores. Esta confianza como pilar fundamental para el buen funcionamiento del mercado de valores, sería lo que se pretende proteger con la tipificación del delito de abuso de información privilegiada.

¹⁷⁵ Vega, El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, 261.

¹⁷⁶ Faraldo, Algunos aspectos del delito de uso de información reservada en el mercado de valores, 102-103.

Gloria Esteban De la Rosa, desde la perspectiva del derecho comunitario europeo, expresa que la denominada *inside información*¹⁷⁷, también puede consistir en la que corresponde con carácter general al mercado o sobre el mercado, entre la que puede destacarse la relacionada con el licitador en una propuesta de oferta, que se refiere a los activos financieros de la empresa. La información sobre el mercado (*market information*) se refiere a circunstancias que afectan al mercado para una sociedad cotizada, pero que no se refiere necesariamente a los activos ni a las ganancias de la sociedad. Se trata de información referida a las transacciones sobre valores de una empresa que pueden tener impacto sobre su futuro precio, dejando al margen los cambios esperados en las ganancias o activos de la sociedad¹⁷⁸.

Continúa manifestado la citada autora que, la información sobre el mercado se refiere, generalmente, a la información sobre circunstancias o eventos que afectan al mercado de los activos financieros de una compañía, pero que no altera o afecta al capital o patrimonio de la compañía o a su capacidad de ganancia. Las informaciones de mercado relativas a una bajada de los tipos de interés o a un cambio en la normativa fiscal han de considerarse también incluidas en el ámbito de cuestiones comprendidas en la noción de *inside information*, a pesar de que no se indique de forma expresa en la normativa comunitaria¹⁷⁹.

2.2.2. Instrumentos o Valores Negociados.

En primer término, habrá que precisar el concepto de valor y el de instrumento negociado como elementos normativos del delito analizado. En ese sentido, Zamyra Vega, trae a colación el art. 2 de la LMV española, el cual establece que “*tendrá la consideración de valor negociable cualquier derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea su denominación, que, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero*”. Para Vega, la disposición establece una lista *ad exemplum* de los instrumentos que tendrán la consideración de valores negociados a los efectos de la LMV y que se entienden comprendido en el delito de abuso de información privilegiada descrito en el art.285 del CP español (verbigracia acciones de sociedades, obligaciones, las cédulas y los bonos hipotecarios, derechos de suscripción, participaciones en fondos de inversión, entre otros)¹⁸⁰.

Así, en la referencia a “cualquier clase de valores o instrumentos negociados”, que menciona el Art. 285 del Código Penal español, expresa Ferrandis y García Garay, que este viene definido por el legislador en términos muy amplios, pues tienen cabida toda clase de instrumentos financieros que incorporen derechos económicos financieros y que sean negociables en mercados organizados (acciones, obligaciones, bonos, deuda pública, opciones). Dentro de estos mercados se incluyen el

¹⁷⁷ Se trata de información privilegiada, es decir, información relevante y no pública que tiene incidencia sustancial o significativa sobre las cotizaciones bursátiles de una empresa, esto es, información que incide en el precio de los activos cotizados en bolsa.

¹⁷⁸ Gloria Esteban De la Rosa, Operaciones con Información Privilegiada y Mercado de Valores (Valencia: Tirant lo Blanch, 2020), 47.

¹⁷⁹ Ibid. 47-48.

¹⁸⁰ Vega, El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, 260.

mercado primario de valores y los mercados secundarios (bolsa de valores), mercado de Deuda Pública anotada, mercados futuros y opciones, y mercado de renta fija¹⁸¹.

Por su parte, la profesora Faraldo Cabana, indica que los valores negociados sobre los que recae la información relevante para las cotizaciones, son, pues, tanto las obligaciones emitidas en sus distintas modalidades (obligaciones propiamente dichas y las distintas clases de bonos, simples y convertibles) como las acciones de sociedades, los títulos de la Deuda Pública en sus diversas modalidades, las cédulas y bonos hipotecarios, derechos de suscripción, las participaciones en Fondos de Inversión, entre muchos otros. En los últimos tiempos han pasado a negociarse también en el mercado de valores otros títulos valores cuya regulación legal prevé emisiones individuales, como es el caso de las letras de cambio y pagarés. Sin embargo, la profesora Cabana aclara que, respecto a estos dos últimos títulos valores, forman parte del mercado de valores cuando incorporen el derecho a un pago aplazado de dinero, cuya emisión o adquisición respondan a una operación financiera, esto es, a un pago en dinero a la entidad o persona que emite o transmite el título. Si no es así quedan fuera del mercado, no siendo aplicable a ellos el delito de uso de información reservada, puesto que los títulos valores aislados, con independencia de su posibilidad de transmisión directa entre dos partes, no dan pie a mercados organizados en los que puedan ser negociados¹⁸².

Aunque es posible delimitar el término “valores”, la expresión “instrumentos negociados” es amplísima. Se alude con ella a los instrumentos financieros, que se caracterizan simplemente por la incorporación de derechos económico-financieros y la negociabilidad en mercados organizados. Considera la profesora Faraldo Cabana, que su introducción como objeto de la información reservada es correcta, puesto que la continua proliferación de instrumentos financieros crea nuevas oportunidades de uso de información reservada, no resultando práctico efectuar una diferenciación entre los varios títulos que pueden constituir el objeto de la conducta ilícita¹⁸³.

En ese sentido, los valores destinados al mercado de capitales son los denominados “valores mobiliarios”, esto es, títulos valores definidos como derechos que han sido transformados en documentos con el objetivo de facilitar su transmisión y, que, generalmente, son emitidos por grandes corporaciones que pagan a su titular un interés determinado¹⁸⁴. Por su parte, por instrumentos negociados debe entenderse a aquellos instrumentos financieros que se caracterizan simplemente por la incorporación de derechos económico-financieros y su negociabilidad en mercados organizados¹⁸⁵.

La expresión “negociados” no es equivalente a admitidos a cotización oficial, lo cual es lógico desde el momento en que se incrimina el uso de información reservada en todo tipo de mercados, oficiales o reconocidos, siendo así que estos últimos no precisan del trámite de admisión a cotización oficial.

¹⁸¹ Ferrandis, Tratamiento penal del abuso de información privilegiada en el mercado financiero, 134-135.

¹⁸² Faraldo, Algunos aspectos del delito de uso de información reservada en el mercado de valores, 100.

¹⁸³ Ibid. 100-101.

¹⁸⁴ Vega, el delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, 260.

¹⁸⁵ Ibid. 260-261.

“Valores negociados” son únicamente los susceptibles de negociación a través de un mercado organizado, sea este oficial o meramente reconocido¹⁸⁶.

2.2.3. Información Privilegiada.

Cabe ahora referirnos al tipo de información que al ser utilizada en la negociación de los instrumentos bursátiles dará como resultado una ventaja y un provecho indebido en favor del insider configurándose el delito de abuso de información privilegiada. Entendiendo que se trata de una información que ha de cumplir ciertas características y condiciones, como el hecho de ser reservada o no pública, concreta y relevante para las cotizaciones del mercado de valores. Por lo que, procederemos a analizar estos aspectos.

2.2.3.1. Definición a los efectos jurídico penales de información privilegiada.

Bascañán Rodríguez, señala que la jurisprudencia federal estadounidense caracteriza a la información privilegiada cuya posesión genera para algunos el deber de abstenerse de operar en el mercado de valores como aquella que es relevante (“*material*”) y que no es pública (“*nonpublic*”). El autor expresa que, el art. 7 del MAR¹⁸⁷ (Reglamento Europeo Sobre Abuso de Mercado), distingue cuatro tipos de información privilegiada atendiendo a diferentes segmentos de mercado, pero exige respecto de todos ellos que sea de carácter concreto, que no se haya hecho pública y que de hacerse pública pudiera influir de manera apreciable sobre los precios de los objetos transables a los que se refiere¹⁸⁸.

En igual sentido, Gloria Esteban De la Rosa, señala que, el derecho comunitario europeo, concretamente en la Directiva Europea sobre Abuso de Mercados (DAM¹⁸⁹), y el nuevo Reglamento Europeo sobre Abuso de Mercado (RAM) se define la noción de información privilegiada, indicando que se trata de *“la información de carácter concreto, que no se haya hecho pública y que se refiere directa o indirectamente a uno o a varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros y que, de hacer pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de estos instrumentos financieros o sobre la cotización de instrumentos financieros derivados relacionados con ellos”* (art. 1, 1º de la DAM). Por su parte, el art. 226, 1º del TRLMV recoge una definición de información privilegiada, que se identifica con la ofrecida en la Directiva 2003/6/CE¹⁹⁰.

De la misma forma, García Sanz, señala que, por su parte, la Directiva 2003/124/CE precisa este concepto al disponer en su art. 1 que la información “es de carácter preciso si indica una serie de circunstancias que se dan o pueden darse razonablemente o en un hecho que se ha producido o que puede esperarse razonablemente que se produzca, cuando esa información sea suficientemente específica para permitir que se pueda llegar a concluir que el posible efecto de esa serie de

¹⁸⁶ Faraldo, Algunos aspectos del delito de uso de información reservada en el mercado de valores, 101.

¹⁸⁷ Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y el Consejo, de 16 de abril de 2014 (2014/23) (“Market Abuse Regulation”: “MAR”).

¹⁸⁸ Mondaca, Derecho Penal Económico. Parte Especial, 88.

¹⁸⁹ Directiva sobre Abuso de Mercado (Directiva 2003/6/CE).

¹⁹⁰ De la Rosa, Operaciones con Información Privilegiada y Mercado de Valores, 35.

circunstancias o hecho sobre los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes” y declara en este mismo artículo que se entenderá por información privilegiada aquella “información que, si se hiciera pública, tendría un efecto significativo en los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes” y añade “la información que podría utilizar un inversor razonable como parte de la base de sus decisiones de inversión”¹⁹¹.

En concreto, y tal y como establece el RAM en su considerando 7, “*El concepto de abuso de mercado abarca conductas ilegales en los mercados financieros y, a los efectos del presente Reglamento, debe entenderse como la realización de operaciones con información privilegiada, la comunicación ilícita de la misma y la manipulación de mercado*”, lo que es refrendado por su artículo 1 y ha llevado a que el regulador comunitario estableciese en los art. 3 y 4 de la DAM la obligación de todos los Estados miembros de la UE de castigar penalmente, cuando fuesen graves y se cometieran de forma intencional, tanto las operaciones con información privilegiada, las recomendaciones o inducción a realizar operaciones con dicha información y las comunicaciones ilícitas de dicha clase de informaciones; mandato al que ha respondido al legislador mediante los delitos contemplados en los artículos 285 y 285 bis de nuestro Código penal¹⁹².

Por su parte, específicamente el art. 285 del Código Penal español, sanciona tanto los usos de información privilegiada, como la recomendación de su uso que mandata a castigar el art. 3 DAM; y, el art. 285 bis CP, que sanciona penalmente la conducta de comunicar de forma ilícita la referida información que el art. 4 DAM exige se castigue¹⁹³.

García Sanz, cita el art. 81.1 de la LMV española, conforme al cual “*se considerará información privilegiada toda información de carácter concreto que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros de los comprendidos dentro del ámbito de aplicación de esta Ley, o a uno o varios emisores de los citados valores negociables o instrumentos financieros, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación*”.

Conforme a ello, la autora, señala que tanto la LMV como las Directivas comunitarias ofrecen un concepto similar de información privilegiada que presenta como notas características: a) la información tiene que ser de carácter concreto y no hecha pública; b) se refiera a un valor, instrumento financiero o al propio emisor; c) para que se considere relevante debe ser susceptible de influir en la cotización de un valor o instrumento financiero¹⁹⁴.

¹⁹¹ García Sanz, El delito de abuso de información privilegiada, 65.

¹⁹² José Luis González Cussac y Katy Vidales Rodríguez, ed., Tratado de Derecho Penal Económico y de la Empresa, Tomo II (Valencia: Tirant Lo Blanch, 2025), 1297.

¹⁹³ Cussac, Tratado de Derecho Penal Económico y de la Empresa, 1297.

¹⁹⁴ García Sanz, El delito de abuso de información privilegiada, 64-65. Indica, igualmente, que, la relevancia que la información reservada pueda tener en la cotización de un valor en caso de hacerse pública, debe considerarse desde una perspectiva “*ex ante*”, de modo que fuera previsible que dicha información hubiera afectado a la cotización de un valor mobiliario o instrumento financiero.

En consecuencia, cabe definir la información privilegiada a los efectos del tipo penal (contemplado en el art. 285 CP español), como “aquella información de carácter concreto no conocida públicamente cuyo conocimiento público pudiera ser idóneo para influenciar la cotización de los títulos valores o instrumentos financieros¹⁹⁵”. En un sentido muy parecido al expuesto por García Sanz, el ilustre tratadista Bascuñán Rodríguez, propone una definición de información privilegiada, formulada en los siguientes términos: “*es información privilegiada la generada tanto por el emisor o por otras fuentes, que es corroborable, concreta y relevante y que no ha sido divulgada al mercado*”¹⁹⁶.

Por su parte, Gloria Esteban de la Rosa, plantea una definición que recoge los aspectos anteriormente señalados y que resulta no menos que acertada, al indicar que la información privilegiada es la que no está a disposición del público en general, sino que sólo la conocen algunas personas, y, por ello, no puede ser tomada en cuenta por el inversor o ahorrador para adoptar la decisión de inversión. Se trata de información sensible (con capacidad para influir en el precio de los instrumentos financieros), que no está disponible con carácter previo al momento en el que el inversor o ahorrador razonable adopta una concreta decisión de inversión o desinversión. Por tanto, no se ha hecho pública y, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación¹⁹⁷.

2.2.3.2. Elementos constitutivos de la información privilegiada a los efectos penales.

Ciertamente, para que la información empleada en las negociaciones bursátiles tenga relevancia a los efectos penales debe reunir una serie de requisitos (en los que hay cierto consenso legislativo y doctrinario), cumplidos los cuales la información se considerara privilegiada y, en consecuencia, tendrá lugar la configuración de la infracción típica que nos ocupa. Por lo que procederemos a analizar estos elementos.

2.2.3.2.1. Información no hecha pública.

En primer lugar, tiene que ser una información que no se haya hecho pública. Esto, evidentemente, supone que no sea una información de público conocimiento, pero no quiere decir que tenga que ser una información que solo sea conocida por la persona que haya venido a realizar alguna de las conductas delictivas referidas a la información. Como bien señala Albert Estrada I Cuadrás, se podrán considerar como no públicas las informaciones que sean conocidas por un grupo limitado de personas, lo que hace que el secreto o la confidencialidad de la información susceptible de ser considerada como privilegiada sea relativo y obliga a tener que concretar cuando el conocimiento de una información será de tal naturaleza o extensión que llevará a que ésta deje de poder ser tenida por privilegiada¹⁹⁸.

De la Rosa, establece una peculiar diferencia entre el concepto de información privilegiada y el de la denominada “*inside information*”, indicando primeramente que, es un rasgo fundamental de la información privilegiada que no es conocida por el público en general o, mejor, que no es accesible o

¹⁹⁵ García Sanz, El delito de abuso de información privilegiada, 65.

¹⁹⁶ Mondaca, Derecho Penal Económico. Parte Especial, 88.

¹⁹⁷ De la Rosa, Operaciones con Información Privilegiada y Mercado de Valores, 38.

¹⁹⁸ Cussac, Tratado de Derecho Penal Económico y de la Empresa, 1298.

no está disponible. Y, que, de otro lado, la *inside information* es la información interna, que no está disponible para el público en general, sino que sólo tienen determinadas personas (iniciados), por el puesto que ocupan en la sociedad. Tal noción sitúa el énfasis en la posición de superioridad (privilegio) del sujeto que dispone de tal información¹⁹⁹.

Las nociones de *inside information* y de información privilegiada presentan puntos en común, pero se diferencian, pues la primera es la información interna, que es solamente conocida por el gerente, administrador y los que trabajan con éstos y que se refiere a los activos, ganancias y valores de la empresa en la que trabajan los citados gerentes o directivos. Por tanto, es información que no se ha hecho pública y de la que dispone el administrador general o el directivo o sus empleados. Se trata de una noción tributaria de la concepción, que analiza la conducta del iniciado como incumplimiento de un deber que le impone el ordenamiento hacia la sociedad en la que trabaja o en la que ostenta un cargo²⁰⁰.

A nuestro parecer, ambos tipos de información resultan relevantes a los efectos penales, puesto que, siempre que una persona utilice información que tenga carácter reservado y a la cual haya tenido acceso aprovechándose de su profesión, su actividad empresarial o su cargo público, que, además, resulte capaz de influir significativamente en el precio de los instrumentos cotizados en Bolsa, tendrá una ventaja indebida respecto del resto de los inversionistas menos informados (y sin posibilidad alguna) producto de la falta de transparencia y equidad en el acceso a tal información.

Por otro lado, Bascuñán Rodríguez²⁰¹, expresa al respecto que, existen en lo esencial dos enfoques para identificar cuándo la información se encuentra divulgada. Para el primer enfoque basta con que el precio de los valores refleje suficientemente la información, lo que es consistente con que sólo algunos inversionistas la conozcan, con tal que sean capaces de mover el precio al punto que la refleje. Conforme al segundo enfoque, seguido predominantemente en el derecho comparado, la información se encuentra divulgada cuando es en general accesible al inversionista. Ni el derecho federal estadounidense ni el derecho común europeo fijan criterios precisos para reconocer ese momento. Naturalmente, dado que la regulación del mercado de valores establece procedimientos para el flujo veraz y oportuno de información relevante, se entiende que la puesta en conocimiento del mercado a través de esos procedimientos constituye una forma indiscutiblemente válida de divulgación. Pero también lo son los medios de comunicación de amplia difusión.

Parece evidente que lo que eliminará el carácter reservado de la información no es que sea efectivamente conocida por todos los posibles inversores, sino que esté disponible para ellos, lo que ha llevado a que se considere, acertadamente a nuestro modo de ver, que no será reservada aquella información que esté disponible o sea accesible para un inversor medio, por más que alguno o todos quienes intervienen en un mercado no la hayan llegado real y efectivamente a conocer. Esto llevará a que se pueda seguir considerando como privilegiada tanto la información que solo podría ser conocida

¹⁹⁹ Esteban de la Rosa, Operaciones con Información Privilegiada y Mercado de Valores, 35-36.

²⁰⁰ Ibid. 36-37.

²⁰¹ Mondaca, Derecho Penal Económico. Parte Especial, 90.

por inversores especialmente cualificados, pero también a que haya que seguir considerando como tal aquella otra que, pese a haberse difundido o publicado por quienes la conocían inicialmente de forma reservada, se había difundido sin que pasará tiempo suficiente para que los inversores pudieran tener el acceso y disponibilidad real que les podría haber permitido conocerla²⁰².

Esto último, es uno de los problemas que surgen a la hora de determinar el concepto de información privilegiada, ya que la doctrina no es pacífica respecto de cuando se entiende que la información pierde su carácter reservado y se convierte en pública, mostrándose algunos autores partidarios incluso de esperar un cierto tiempo desde la publicación de la noticia para que se pueda usar dicha información de forma lícita²⁰³.

Coincide con esta postura el profesor Bascañán Rodríguez, al expresar que es discutido si además resulta necesario esperar un lapso para la asimilación de esa información por el mercado. Expresa el citado autor, que la opinión dominante entre los comentaristas estadounidenses favorece ese punto de vista, siguiendo como regla general razonable el plazo de 24 horas si se satisfacen condiciones básicas de masividad de su difusión, facilidad de su asimilación, actividad del mercado respecto del valor en cuestión y la intensidad con que es seguido por los analistas. Desde el punto de vista de la simetría de información que importa asegurar, sin embargo, lo crucial es respetar la oportunidad de análisis y decisión de operar de la primera línea de analistas e inversionistas. El hecho de poseer información privilegiada no puede otorgar al poseedor una ventaja indebida respecto de los demás inversionistas, pero tampoco tiene que irrogarle un perjuicio respecto de los más avezados²⁰⁴.

Las posturas, de hecho, han sido muy variadas incluso en los procesos de elaboración de las normas de referencia. Así, durante la tramitación previa a la Directiva 89/592/CEE se introdujo la expresión "desconocida para el público", antes de la final "que no se haya hecho pública", coincidente con la de la reciente Directiva 2003/6/CE. La primera, aparentemente, implicaba la espera no sólo a la publicación material sino un poco más allá, hasta que el público la conociese. Lo cual, en opinión de Monroy Antón, resultaba ser bastante desafortunado, pues requería la prueba del conocimiento por parte del público, prueba poco menos que imposible sobre todo si se pretende individualizar. La posterior expresión hacía ya simplemente referencia al momento de la publicación, demostrable sin mayores problemas de prueba²⁰⁵.

Para Monroy Antón, a grandes rasgos, se pueden distinguir tres alternativas. La primera, coincidente con una interpretación literal del precepto, consistente en considerar que la información se hace pública en el mismo instante de su publicación. La segunda, aquella que entendiéndose que la información se ha convertido en pública tan sólo cuando es totalmente analizada y asimilada por el público. La tercera, una posición intermedia, que defendería que la publicidad de la información requiere un breve lapso de tiempo en el cual llega a poder de los potenciales inversores, pero sin que éstos puedan

²⁰² Cussac, Tratado de Derecho Penal Económico y de la Empresa, 1299.

²⁰³ Monroy, El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores, 62.

²⁰⁴ Mondaca, Derecho Penal Económico. Parte Especial, 90-91.

²⁰⁵ Monroy, El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores, 62-63.

analizarla en detalle. Para Monroy Antón, la primera opción es la única que se debe tomar en consideración, tanto por las características de los mercados de valores actuales como por los problemas que podrían generar las otras dos opciones²⁰⁶.

Por su parte Salise Monteiro, expresa, que la publicidad de la información puede analizarse utilizando varios criterios. Desde una perspectiva cuantitativa, la información se vuelve pública cuando es conocida por un número razonable de personas. Así, un segmento de la doctrina jurídica entiende que la información comienza a ser pública cuando cualquier inversor tiene la posibilidad real de conocerla, es decir, cuando el acceso a la información es factible. Sin embargo, este es un criterio poco fiable, ya que es impreciso. Un segundo criterio sería el de difusión, que se produce cuando la información se presenta para su publicación. No obstante, este criterio se centra en el medio utilizado para difundir la noticia, no en si es realmente conocida por los inversores. Por lo tanto, se recomienda el criterio de accesibilidad, según el cual la información deja de ser confidencial cuando, en teoría, todos los inversores pueden acceder a ella²⁰⁷.

Es justo decir que en el mercado de valores es necesario conjugar el secreto con la máxima información pública. En verdad, al analizar el tipo penal no se extrae un deber de secreto, sino un deber de evitar negociar antes de que la información relevante sea conocida por el público, y esta debe entenderse como información a la que puede acceder cualquier inversor ya sea mediante su circulación en un boletín de mercado o a través de otro medio de comunicación público²⁰⁸.

El imponer a los sujetos que intervienen en el mercado la prohibición de operar con una cierta información hasta que todos los potenciales interesados la hubiesen estudiado conllevaría la inoperatividad del mercado y equivaldría a la prohibición práctica de volver a operar con dicho valor. Siempre habría inversores más diligentes a los que se privaría de cualquier posibilidad de ventaja competitiva basada en su mayor profesionalidad, ya que habrían de esperar a que aquéllos que estuviesen menos preparados captasen la esencia de la información, lo cual incluso podría no llegar a ocurrir nunca en caso de ser información demasiado compleja o que requiriese conocimientos específicos. Por lo tanto, esta postura debe quedar descartada²⁰⁹.

La opción de imponer un periodo transitorio durante el cual la información llegue a poder los inversores tiene, a su vez, varios defectos. En primer lugar, y al igual que en el caso anterior, habría inversores más preparados y con mejor acceso a la información que otros, por lo que no se podría establecer un único plazo temporal determinado para considerar que la información está a disposición del público en general. En segundo lugar, si se quisiera reducir ese plazo al mínimo para que al menos los inversores mejor preparados conociesen la noticia en cuestión, se llegaría a una situación en que, con los medios existentes en los mercados de valores actuales, el momento de la publicación

²⁰⁶ Monroy, El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores, 63.

²⁰⁷ Monteiro, O delito de Uso de Informação Privilegiada: contexto, evolução e bem jurídico, 281.

²⁰⁸ Ibid. 281-282.

²⁰⁹ Monroy, El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores, 63.

prácticamente coincidiría con el del acceso de dichos inversores a la misma. Por lo cual la única salida aceptable es considerar que la información deja de ser privilegiada en el momento de su publicación, atendiendo estrictamente a esta y no a factores de asimilación real o de conocimiento por parte de los inversores²¹⁰.

2.2.3.2.2. Información concreta.

Al respecto nos dice Monroy Antón, que, el que la información sea concreta significa que quedan excluidos los simples rumores, las hipótesis, las suposiciones, las estimaciones realizadas con datos públicos, la información demasiado genérica y supuestos similares²¹¹.

La información debe consistir en enunciados corroborables, esto es, afirmaciones relativas a hechos o propiedades fácticas de objetos, pasados, presentes o futuros. Las afirmaciones deben tener suficiente concreción, precisión o especificidad de modo de que pueda inferirse de ellas alguna consecuencia que la haga relevante. Las afirmaciones vagas o indeterminadas, los meros juicios de valor y las simples opiniones no constituyen información. Los enunciados deben referirse al emisor o a los valores, pero esa referencia puede ser directa o indirecta, pues la fórmula legal es amplia. En particular, la información no requiere ser generada por el emisor, ni tampoco requiere referirse a hechos o propiedades fácticas que sean dependientes de la actividad del emisor. La información relativa a una calificación de riesgo, una auditoría externa o una decisión de la autoridad fiscalizadora queda comprendida en la definición legal. Lo mismo la información relativa a decisiones de autoridades o a decisiones de operar de algún inversionista calificado. La información generada por el emisor se denomina “información corporativa”; la generada por otras fuentes, “información de mercado”²¹².

Pasando revista al derecho comunitario europeo encontramos que, el Reglamento sobre Abuso de Mercado (RAM), determina igualmente que la información debe ser concreta, tal y como se advierte del art. 7.2 del RAM, considerando como tal a la información que *“se refiere a una serie de circunstancias que se dan o que se puede esperar razonablemente que se van a dar, o a un hecho que ha sucedido o que se puede esperar razonablemente que va a suceder, siempre que esa información sea suficientemente específica para permitir extraer alguna conclusión sobre los efectos que esas circunstancias o ese hecho podrían tener en los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos derivados relacionados, de los contratos de contado sobre materias primas relacionados con ellos, o de los productos subastados basados en derechos de emisión”*.

Galán Muñoz, cita la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid del 27 de mayo de 2013 (*Tol 4098557*), referida al caso occidental hoteles, donde se procesó a un miembro del consejo de administración de una empresa propietaria de acciones del referido grupo hotelero, por vender las acciones que tenía, a título particular de dicho grupo, poco antes de que se hiciera público el precio al que la persona jurídica que administraba había decidido vender todo el paquete accionario que ésta

²¹⁰ Monroy, El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores, 63-64.

²¹¹ Ibid. 60.

²¹² Mondaca, Derecho Penal Económico. Parte Especial, 89.

tenía del mismo. La defensa cuestionó la posible condena del acusado por este delito entendiendo que, al ser públicas las negociaciones de la venta de dichas acciones por parte de la empresa, su administrador no había empleado información privilegiada alguna, por no tener la que empleó carácter reservado y también por considerar que, al no haberse definido el precio final de la venta sino hasta algún tiempo después de la venta de las acciones realizadas por dicho individuo, no se podría considerar que hubiese utilizado una información realmente concreta tal y como debería ser cualquier información privilegiada²¹³.

Frente a estos planteamientos -continúa el precitado autor-, consideró la referida Audiencia provincial, que si bien era pública la negociación de venta emprendida, no lo era el precio que se estaba barajando en la misma, información que, por tanto, era confidencial y no pública, y que, además y pese a que todavía no había sido concretada mediante la adopción del precio al que finalmente se vendieron las acciones, sí que permitían pronosticar que se venderían a uno mucho menor del que tenían en aquel momento en el mercado, con lo que el conocimiento del proceso de formación de dicho precio constituiría una información lo suficientemente concreta como para poder considerarla como información privilegiada y poder castigar a quien la uso en sus operaciones, precisamente, por haberlo hecho²¹⁴.

Continuando, De la Rosa, expresa que la información privilegiada tiene un valor económico susceptible de aprovechamiento para su poseedor, al no ser conocida por la generalidad del mercado. Además, ha de tener carácter concreto y se refiere (directa o indirectamente) a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros de los comprendidos en el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores de española (TRLMV), o a uno o varios emisores de los citados valores negociables (art. 226, 1º TRLMV)²¹⁵.

En ese sentido, nos dice la citada autora que, el carácter concreto hace referencia a que se trate de información específica (y precisa), lo que puede vincularse con la idea de información relevante a la que se refiere el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores española (TRLMV). Esto es, dicha información ha de ser suficientemente específica como para poder extraer conclusiones sobre el posible efecto de esa serie de circunstancias o hechos en los precios de los instrumentos financieros o de los derivados correspondientes. El criterio clave para saber si se está en presencia de información privilegiada es que se trate de datos o elementos de los que pueda extraerse una conclusión que tenga un impacto directo sobre el precio de los instrumentos financieros (cotizaciones)²¹⁶.

²¹³ Cussac, Tratado de Derecho Penal Económico y de la Empresa, 1299-1300. Para Galán Muñoz, el Art. 7.2 del RAM vendría a continuación a afirmar que cuando los hechos o circunstancias sean o vayan a ser consecuencia de un proceso que se prolongue en el tiempo (p. ej. una negociación) también tendrá que considerarse como concreta la información referida a las etapas intermedias de dicho proceso.

²¹⁴ Ibidem.

²¹⁵ De la Rosa, Operaciones con Información Privilegiada y Mercado de Valores, 39.

²¹⁶ Ibid. 45.

Algunos autores entienden el requisito de concreción como la exigencia de que la información se refiera a emisores o valores mobiliarios concretos y no al mercado de valores en general. La opinión de Monroy Antón es que la concreción no puede ser predicable en ese sentido, pues una noticia concreta de una subida en los tipos de interés, un acto terrorista que se va a producir o de una guerra a punto de declararse, que afectarían todos ellos al mercado en general y no se refieren a ningún emisor en particular, sería sin duda una fuente inigualable de información privilegiada que reúne el requisito de concreción exigido por la normativa actual y cuyo uso ilícito debe ser punible²¹⁷.

Tampoco debe considerarse que el requisito de concreción tenga que ver con la posibilidad de influir en la cotización de un valor, pues en este caso los rumores y prácticamente cualquier información sería susceptible de ser concreta, pues puede influir en dicha cotización. Además, el requisito de influencia en la marcha del valor es recogido específicamente y por tanto no existe la necesidad de ligarlo al de concreción, que sin duda es completamente distinto²¹⁸.

Por tanto, ha de tratarse de información de la que pueda extraerse razonablemente una conclusión que incida en el precio de los instrumentos financieros. No tiene carácter concreto, la información referida a circunstancias y a hechos cuya realización futura no sea probable. En particular, se trata de toda aquella relativa al mercado de valores o a la sociedad cotizada, que, por su concreción (líneas específicas y recibida de fuente fiable) y contenido (relevante para la cotización de los instrumentos financieros afectados), puede influir en la cotización del instrumento financiero de que se trate. No es concreta, por tanto, una información abstracta, de un lado, y, de otro, para que se trate de una información concreta, no es preciso que sea completa²¹⁹.

En todo caso, expresa De la Rosa, es concreta la información que es el resultado de una etapa intermedia, que se enmarca en un proceso ligado a la generación o provocación de una circunstancia o hecho futuro, como indica la STJCE, de 28 de junio de 2012 (As. C-19/11, Markus Geltl y Daimler AG) y recoge el art. 7, 2º del Reglamento 596/2014. Por tanto, para que sea privilegiada, la información no ha de ser pública y ha de tener carácter concreto y posibilidad de tener incidencia en el precio del instrumento financiero (cotización). En cuanto a su contenido, puede variar, alterando (de igual forma) las condiciones de competencia en el mercado de valores, en la medida en que puede tratarse de información sobre la empresa (emisor) o sobre el propio mercado (*corporate information* y *market information*)²²⁰.

Finalmente, el riesgo que tiene el requisito de la concreción estriba en la posibilidad de escapar a la acción penal por considerar que ciertas informaciones, por estar aun en grado de elaboración, no son concretas. La postura de Monroy Antón es que, la concreción debe referirse no al grado de perfección

²¹⁷ Monroy, El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores, 60.

²¹⁸ Ibid. 60-61.

²¹⁹ De la Rosa, Operaciones con Información Privilegiada y Mercado de Valores, 45.

²²⁰ De la Rosa, Operaciones con Información Privilegiada y Mercado de Valores, 46. La autora expresa que, además, la información privilegiada comprende tanto la "*hard information*" como la "*soft information*".

o de finalización de la información, sino a la posibilidad de verificación de la misma, lo que ocurre con los proyectos futuros de una sociedad, pero no con los rumores o conjeturas²²¹.

2.2.3.2.3. Información relevante: información privilegiada como medio idóneo para influir en las cotizaciones de los valores e instrumentos bursátiles.

Uno de los aspectos más importantes, es que la información en cuestión sea, además de todo lo anterior, relevante o idónea para poder incidir de manera apreciable sobre los precios de los instrumentos financieros o de sus derivados. Esto ha llevado a la mayor parte de la doctrina, que se ha ocupado de analizar esta exigencia, a requerir que la información fuese de tal naturaleza que hiciese previsible, desde un punto de vista *ex ante*, que su difusión o comunicación pública llevaría a un inversor medio o razonable a adoptar alguna posición concreta respecto al instrumento al que la información estuviese referida²²².

Situación que nos dice Galán Muñoz, se encuentra reflejada en el derecho comunitario europeo, específicamente en el art. 7.4 del Reglamento sobre Abuso de Mercado, que ha hecho especial referencia al inversionista razonable, al establecer que: *“A efectos del apartado 1, se entenderá por información que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre los precios de instrumentos financieros, instrumentos financieros derivados, contratos de contado sobre materias primas relacionados con ellos, o productos subastados basados en derechos de emisión, aquella información que un inversor razonable utilizaría probablemente como uno de los elementos de la motivación básica de sus decisiones de inversión”*. Sin embargo, no cabe duda de que los precios en los mercados financieros no se definen siempre y en todo caso con criterios de pura racionalidad, actuando muchas veces los inversores, por ejemplo, por mero efecto de imitación en movimientos de manada²²³.

Indica Bascuñán Rodríguez, que conforme la definición legal la relevancia de la información consiste en que su conocimiento, por su naturaleza, sea capaz de influir en la cotización de los valores emitidos. El criterio empleado por el art. 7.4 RAM-2014, para identificar la relevancia de la información es que se trate de aquella que un inversor razonable utilizaría probablemente como uno de los elementos de la motivación básica de sus decisiones de inversión. Ese criterio corresponde al así denominado *“estándar TSC”* en la jurisprudencia federal estadounidense: *“un hecho omitido es relevante si existe una probabilidad sustancial de que un accionista razonable lo consideraría importante al decidir cómo actuar; dicho de otro modo, ha de haber una probabilidad sustancial de que la revelación del hecho omitido habría sido considerada por el inversionista razonable como capaz de alterar la “combinación total” de información disponible”*. El criterio del inversionista razonable es recogido por el art. 9 LMV española para definir el concepto de *“información esencial”*, que el emisor está obligado a divulgar en

²²¹ Monroy, El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores, 61.

²²² Cussac, Tratado de Derecho Penal Económico y de la Empresa, 1301.

²²³ Ibid. 1301-1302.

forma veraz, suficiente y oportuna: “aquella información que un hombre juicioso consideraría importante para sus decisiones sobre inversión”²²⁴.

Se establece una relación entre la falta de publicidad y su posible influencia en la cotización de los instrumentos financieros, tomando como parámetro el criterio del inversor razonable (*reasonable investor*). Así, dicha información está sometida, adicionalmente, a un juicio de probabilidad *ex ante*²²⁵. Así, es la información concreta que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre la cotización de los valores negociables o instrumentos financieros en un mercado o sistema organizado de negociación²²⁶.

Dado que un inversionista razonable basa su decisión en la información que posee *ex ante*, es evidente que conforme a este estándar la relevancia de la información debe analizarse *también ex ante*. Por esta razón, los efectos *ex post* de la información pueden ser considerados como factores para probar la relevancia *ex ante*, pero no para refutarla. Lo mismo cabe decir del estándar de pronóstico de impacto probable en el mercado empleado por el art. 164 LMV española. En todo caso, la relación de implicación entre la información que el emisor se encuentra obligado a informar y la información que se prohíbe usar al poseedor en una operación no es necesariamente recíproca: solo es indiscutiblemente correcto inferir la segunda calidad a partir de la primera²²⁷.

Como se ha visto, la normativa europea ha definido el concepto de “inversor medio”, traducido como “inversor razonable”, para determinar qué tipo de información debe considerarse relevante a efectos de cotización. Esto indicaría la prevalencia de un criterio subjetivo. Cualquier criterio de naturaleza exclusivamente subjetiva debe considerarse con cautela, ya que es difícil de evaluar en un caso específico, dada la naturaleza impersonal y despersonalizada de quienes operan en el mercado de valores, especialmente teniendo en cuenta que hoy en día existen grupos de inversión y fondos que operan masivamente en este segmento²²⁸.

En ese sentido, Salise Monteiro, expresa que, los valores que se negocian en el mercado bursátil no tienen un valor intrínseco y se valoran en el mercado según la situación actual y los planes futuros de la empresa emisora. Por lo tanto, la información que circula en el mercado bursátil desempeña un

²²⁴ Mondaca, Derecho Penal Económico. Parte Especial, 89-90.

²²⁵ Lo cual, en España se regula en los art. 226, 1º del TRLMV; art. 1, 1º de la Directiva 2003/6/CE y art. 7, 1º, letra a) del Reglamento 596/2014.

²²⁶ De la Rosa, Operaciones con Información Privilegiada y Mercado de Valores, 38-39. El TRLMV español recoge la noción de información relevante (art. 228), que no aparece en la Directiva 2003/6/CE ni en el Reglamento 596/2014. Debe entenderse que se refiere a la información privilegiada, queriendo indicar que la información que ha de hacerse pública —como deber impuesto a los emisores de los instrumentos financieros por el ordenamiento del mercado de valores— es la relevante, “(...) cuyo conocimiento pueda influir de forma sensible (...)” en la cotización de los valores o instrumentos financieros en un mercado secundario. De otra parte, la doctrina también aprecia la diferencia entre información reservada y privilegiada, pero sin consecuencias prácticas significativas en relación con la tipificación de la conducta del iniciado. (De la Rosa, Operaciones con Información Privilegiada y Mercado de Valores, 40-41).

²²⁷ Mondaca, Derecho Penal Económico. Parte Especial, 90.

²²⁸ Monteiro, O delito de Uso de Informação Privilegiada: contexto, evolução e bem jurídico, 285

papel importante en la determinación de los precios. El artículo 285 del Código Penal español no define qué constituye información relevante. Sin embargo, establece que debe considerarse relevante debido a la cotización de cualquier clase de valores o instrumentos negociados en cualquier mercado oficial o reconocido, al que el agente tuvo acceso confidencial. Todas estas expresiones son elementos normativos que, para su correcta comprensión, deben interpretarse a la luz de la Ley del Mercado de Valores, aunque no existe una referencia expresa al respecto. Al tratarse de un concepto jurídico indeterminado, se requiere concreción jurídica en cada caso examinado²²⁹.

La citada tratadista señala que el criterio que mejor engloba los elementos que indican la relevancia de la información es, es un criterio mixto, identificado por la capacidad de la información para afectar el precio de un valor (criterio objetivo), combinado con su capacidad para influir en la decisión de un inversor (criterio subjetivo). De hecho, nos dice la profesora Monteiro, esta fue la elección del legislador español al consagrar la LMV en el actual artículo 228.1 (de la Recopilación): “*Se considerará información relevante cualquier información cuyo conocimiento pueda razonablemente afectar a un inversor en la adquisición o transmisión de valores o instrumentos financieros y, por tanto, pueda influir significativamente en su cotización en un mercado secundario*”²³⁰.

En un sentido parecido, Barja de Quiroga, afirma que la información ha de ser tal que de hacerse pública influiría en los precios (*price sensitive information*). De ahí que no toda información no publica pueda ser considerada información privilegiada. Para conceptualarla como tal es necesario que pueda establecerse una relación causal hipotética, por la que se afirme que de haber sido conocida el efecto sobre los precios hubiera sido sensible. Por ello es esencial que la información sea verdaderamente trascendente (*materiality*). Por ejemplo, el descubrimiento de nuevos pozos de petróleo, hará subir el precio de las acciones de la compañía petrolífera. La situación en que se coloca el poseedor de información es tal que le permite sacar partido de la misma (*taking advantage of the information*)²³¹.

Es así que, se prohíbe la conducta del iniciado, porque cuenta con información que le permite operar en el mercado de valores con una ventaja, que no tienen los inversores o los accionistas, que negocian sin la información o con menor conocimiento. Además, se trata de información que se tenía la obligación de desvelar al público en general, lo que enlaza directamente con los deberes que impone el ordenamiento del mercado de valores a los emisores de instrumentos financieros (y, en concreto, a administradores generales o directivos de las sociedades) relacionados con la comunicación de información o, como señala la doctrina, un “deber público informativo”, para la tutela del público inversor concebido como colectivo. Y, de otra parte, también puede estar comprometido el Derecho de sociedades²³².

²²⁹ Monteiro, O delito de Uso de Informação Privilegiada: contexto, evolução e bem jurídico, 283-284

²³⁰ Ibid. 286.

²³¹ Jacobo López Barja de Quiroga, “El Insider Trading”, Anuario de derecho penal y ciencias penales, Tomo 46, n.3, (1993): 1044.

²³² De la Rosa, Operaciones con Información Privilegiada y Mercado de Valores, 42.

Es por ello, por lo que la doctrina considera que resultaría mucho más adecuado entender que la referida prescripción europea referida al inversor razonable es simplemente ejemplificativa de los casos en los que habrá que apreciar la capacidad de influencia en los precios delimitadora de las informaciones privilegiadas, sin que excluya en modo alguno que se pueda tener por tal a aquellas informaciones que, pese a que no fuesen idóneas desde un punto de vista *ex ante* para motivar a los inversores razonables a producir un cambio del precio de un valor, sí que resultasen, en el caso y en la situación concreta en la que se pudiesen difundir, aptas y perfectamente capaces, desde el referido punto de vista *ex ante*, para poder motivar a un número de inversores, tal vez no razonables, pero sí suficientes en número como para que las posturas que previsiblemente adoptarían al conocer la noticia en cuestión pudiesen terminar por alterar el precio de algún valor negociado en los mercados financieros²³³.

Habrá que evaluar, por tanto, en cada caso concreto, la idoneidad de la posible publicación de la información en cuestión para poder influir en el precio del instrumento del que se trate, algo que, tal y como señala Nieto Martín, deberá tener en cuenta que cuanto como más cierta se presente la información en cuestión y menos cuestionable o insegura parezca, mayor capacidad de influencia tendrá sobre sus posibles destinatarios, con lo que, si bien resulta perfectamente posible que pueda haber meros rumores que puedan ser tenidos como informaciones privilegiadas, será mucho más fácil que se pueda tener por tales a las informaciones que son presentadas como hechos ciertos. Esto es, a las noticias²³⁴.

En consecuencia, no todo tipo de información que no se haya hecho pública o que sea reservada o tenga carácter confidencial permite considerar que se está en presencia de la conducta del insider ha de ser sensible respecto a la cotización de los títulos (*price sensitive information*). La información a la que se refiere la norma que prohíbe el insider trading debe tener capacidad para influir sobre la cotización del instrumento al que se refiere. Se trata de información reservada, privilegiada y sensible para la sociedad, que se ha adquirido en virtud de una "posición de exclusiva" (privilegiada) en su seno, por tratarse de personas que tienen cargos de administración o dirección, dependientes o cualquier otra persona que tenga una relación profesional con la sociedad, que le permita el acceso a la información reservada de la misma²³⁵.

Definitivamente es información que no sólo no se ha hecho pública, sino que, además, tiene capacidad para influir en el precio de las acciones, de conformidad con un criterio de probabilidad, que se analiza *ex ante*. Ante todo, se trata de información sensible, que, si se hubiera hecho pública, podría haber influido sobre la cotización de los instrumentos financieros o de sus derivados; información importante a los efectos de determinar si se está en presencia del insider, en la medida en que ha de tratarse de

²³³ Cussac, Tratado de Derecho Penal Económico y de la Empresa, 1302.

²³⁴ *Ibid.* 1302-1303.

²³⁵ De la Rosa, Operaciones con Información Privilegiada y Mercado de Valores, 43-44.

información que sea de especial interés (sensible) para determinar la cotización de los valores mobiliarios de la propia compañía²³⁶.

No cabe duda, conforme lo expuesto que para que pueda considerarse una información como privilegiada, la futura publicación de la información en cuestión debe ser apta o capaz de influir en los precios de manera apreciable, lo que ha sido entendido por algunos como una exigencia que excluiría de entre dichas informaciones aquellas sobre cuya capacidad de influencia se dudase, pero, a entender de Cussac, lo que hace es exigir que deba poder preverse que su publicación tendría una incidencia significativa en dichos precios, con lo que quedarán al margen de este concepto aquellas informaciones que, si bien podrían incidir en tales precios, lo podrían hacer de forma poco relevante o significativa²³⁷.

Criterio igualmente sostenido, por el profesor Moroy Anton, al señalar que una información que no sea susceptible de generar un cambio (además, que ha de ser calificado como apreciable), en la marcha de los valores y, por tanto, un beneficio patrimonial, no será considerada información privilegiada. Quedarían, por tanto, fuera de los límites de la información privilegiada, aquella que, pese a ser concreta y ser aun reservada, tan solo pudiese afectar de forma mínima a la cotización de los valores en caso de hacerse pública²³⁸.

Éste es, por tanto, el concepto que delimita la información sobre la que recae el comportamiento contenido para el caso de España artículos 285 y 285 bis de su Código Penal; delitos que, a criterio de Monroy Antón, se ocupan de actuaciones que recaen sobre informaciones que se aprovechan de las ineficiencias y debilidades que resultan inherentes a los mercados financieros. Unas ineficiencias, cuya existencia ha sido precisamente la que ha llevado a que se establezca una regulación específica con respecto a tales informaciones con incidencia en dichos mercados²³⁹.

2.2.3.2.4. Del “uso” de la información relevante para las negociaciones bursátiles.

La conducta típica se describe de forma alternativa y consiste en usar o suministrar dicha información relevante, de manera que se castiga hacer “uso” de la información privilegiada y también “suministrar” información con el mismo propósito. El uso debe ser entendido como abuso, es decir, como una utilización indebida, como una “negociación” indebida y por eso se denomina este delito como “abuso de información privilegiada”. La doctrina considera que estos verbos son eminentemente activos, de manera que el legislador no ha querido dar cabida a su comisión por omisión, como podría ser no llevar a cabo una operación que tenía planificado hacer debido a una información relevante que hubiera conocido antes de la operación²⁴⁰.

²³⁶ De la Rosa, Operaciones con Información Privilegiada y Mercado de Valores, 44. Como en el caso del derecho comunitario europeo indican, en concreto, las ya referidas Directiva 2003/6/CE (art. 1, 1º) y el Reglamento 596/2014 [art.7, 1º letra a)].

²³⁷ Cussac, Tratado de Derecho Penal Económico y de la Empresa, 1303.

²³⁸ Monroy, El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores, 65.

²³⁹ Cussac, Tratado de Derecho Penal Económico y de la Empresa, 1303.

²⁴⁰ García Sanz, El delito de abuso de información privilegiada, 66.

Por lo cual, este delito solo puede castigar aquellos usos de información privilegiada que consistan en la activa realización de una operación en el mercado, ya sea ésta la adquisición (compra), la traslación del activo (venta) o la mera cesión del instrumento (alquiler, prenda, etc.) o bien supongan la modificación o cancelación de una orden previamente dada de realizarlas. Se determina, de esta forma, que el tipo delictivo español solo sancione los usos de información privilegiada que supongan la ejecución de una operación o la emisión de una orden en los mercados (los actos de insider trading), no pudiendo castigar ni los posibles usos que se realizasen al margen de tales mercados (por ejemplo para comprar materias primas que se sabía que iban a subir de precio), ni tampoco aquellos otros que, efectuándose en dichos mercados, no conllevaran realización de acto alguno en los mismos (las conductas de insider non trading), como, por ejemplo, el que realizaría aquel que, estando decidido a efectuar una operación en tales mercados respecto de la cual aún no hubiese dado orden alguna, optase por no llevarla a cabo, precisamente, al tener conocimiento de una información privilegiada que le hubiese llevado a desestimarla²⁴¹.

Sin embargo, lo que este delito no podrá sancionar es a aquel intraneus que teniendo la información en cuestión no proceda a realizar operación alguna, como sucederá, por ejemplo, si el sujeto en cuestión, hubiese omitido realizar una compra de acciones que quería efectuar, pero todavía no había ordenado, precisamente, por haberse enterado de una información no públicamente conocida, que a buen seguro determinaría su bajada de precio una vez que se difundiese. Se pone así de manifiesto que el delito aquí analizado solo podrá castigar los abusos de información privilegiada que determinen la realización de una conducta activa de negociación (un Insider Trading) y no una meramente omisiva, lo que termina, por fin, con la polémica doctrinal referida a si podría apreciarse este delito cuando la información en cuestión hubiese sido empleada simplemente para omitir una actuación que se pensaba realizar, pero que ni siquiera se había empezado a ejecutar (el denominado Insider no Trading)²⁴².

Se requiere, por tanto, que el uso de la de la información poseída se materialice en una actuación (una compra, una venta o la retirada activa de la orden previa de realizarlas) para poder apreciar este delito, lo que, por otra parte y evidentemente, convierte a esta figura en un claro delito de lesión, ya que la utilización de dicha información en la operación realizada supondría el abuso efectivo de la posición dominante que se tenía frente al resto de inversores en el mercado, con lo que determinará la efectiva lesión de la leal competencia que se debería haber respetado ante los mismos²⁴³.

La Ley del Mercado de Valores española sanciona la conducta abusiva o desleal al igual que hace el Código Penal español de 1995, pero todos los supuestos se refieren a la propia información, lo que, al menos en el ámbito penal no tiene mucho sentido, ya que la información es usada o utilizada, abusando, no de ésta, sino de la posición en que queda colocado quien tiene acceso a ella, es decir,

²⁴¹ Cussac, Tratado de Derecho Penal Económico y de la Empresa, 1310.

²⁴² Alfonso Galán Muñoz y Elena Núñez Castaño, Manual de Derecho Penal Económico y de la Empresa (Valencia: Tirant lo Blanch, 2023), 206.

²⁴³ Galán, Manual de Derecho Penal Económico y de la Empresa, 206

como hace el Código Penal suizo, abusando del conocimiento del hecho confidencial. Si configuramos este delito como especial es porque de lo que se abusa es de la concreta posición que se tiene respecto al sujeto pasivo y de la confianza que ha sido depositada en el autor, incumpliendo los deberes jurídicos derivados de su posición de administrador²⁴⁴.

Por ello, si no existe uso, no se está en presencia del insider trading ni, por ello, de las prohibiciones u obligaciones que corresponden a los *insiders*. Ahora bien, la normativa comunitaria europea, mediante el nuevo Reglamento sobre Abuso de Mercados (RAM), también recoge el intento de uso de la información privilegiada y no sólo su utilización. Por último, queda comprendida en la regulación comunitaria *anti-insider trading* la comunicación ilícita de información privilegiada y la recomendación a un tercero²⁴⁵.

Regulación también que está en consonancia con lo establecido en la LMV española, conforme la cual, la conducta típica se completa mediante la ejecución de alguna operación relativa a valores, consecuencia lógica del uso de la información. Pero, advirtiéndose que la LMV en su artículo 81.2, apartados a), b) y c), es mucho más amplia al sancionar junto a la ejecución de operaciones, la simple preparación de las mismas, además de su comunicación a terceros o la recomendación a éstos de que realicen operaciones²⁴⁶.

El texto del Código Penal español añade a la realización de operaciones, el suministro de información a terceros, lo que plantea inmediatamente algunas dudas sobre el posible exceso de la intervención penal en esta materia. Es preciso volver al tema de la fidelidad para resolverlo, ya que la violación de los deberes inherentes a la misma puede adoptar más de una forma. Si la intervención penal va a depender de la naturaleza y entidad de esas violaciones (las formas de ataque más graves al bien jurídico protegido), no puede estar justificado que determinadas quebras de deberes queden alejadas de la sanción penal. Si lo relevante es que un sujeto que ocupa una posición de confianza respecto a su comitente, antepone sus intereses, o los de terceros, a los de aquel, este resultado se produce tanto negociando como poniendo a disposición del tercero datos reservados de importancia para la inversión bursátil²⁴⁷.

Por lo que, es perfectamente posible que dichos actos se realicen directamente por quien tenía la información privilegiada empleada o se ejecuten mediante el uso una persona interpuesta que actuase como testafarro. Casos de esta naturaleza son, de hecho, relativamente frecuentes, dado que las negociaciones realizadas por los iniciados primarios hacen saltar las alarmas rápidamente en el mercado, por lo que dichos sujetos suelen llevarlas a cabo, de forma frecuente, empleando a terceros que aparezcan como quienes realmente las estaban llevando a cabo²⁴⁸.

²⁴⁴ Ruiz, Sistema penal de protección del mercado y los consumidores, 148 -149.

²⁴⁵ De la Rosa, Operaciones con Información Privilegiada y Mercado de Valores, 40.

²⁴⁶ Ruiz, Sistema penal de protección del mercado y los consumidores, 149.

²⁴⁷ *Ibidem*.

²⁴⁸ Cussac, Tratado de Derecho Penal Económico y de la Empresa, 1310-1311.

Unos terceros que, por otra parte, en la mayor parte de los casos conocerán tanto la información en cuestión como el hecho de que la operación que realizaban se efectuaba abusando del conocimiento privilegiado que se tenía de la misma, con lo que se tendrá que entender que lo que hace el expreso castigo de la utilización indirecta de la información prevista en el art. 285.1 CP español es convertir en autor de este delito al *intrañeus* que no ejecuta ni domina completamente la negociación que el mismo castiga, pero sí induce a otro (al testaferrero *extraneus*) a realizarla, pasando, por tanto, este último sujeto a ser un mero cooperador necesario de la figura especial ahora analizada o mejor, tras las reformas realizadas en 2022 al CP español, a tener que ser castigado como autor del delito común contemplado en el art. 285.5 CP que, comentamos anteriormente, y que excluirá la posibilidad que se le pueda atenuar la pena que le correspondería en caso de tenerlo como mero cooperador *extraneus* del delito del art. 285.1 CP conforme a lo establecido en el art. 65.3 CP español²⁴⁹.

Pero este suministro debe ser algo más que una simple recomendación de operar en el mercado, ya que el tenor literal del precepto refiere al suministro la información relevante, es decir, que ésta ha de ponerse a disposición del tercero para que pueda a su vez hacer uso de ella. Si el tercero no tiene la preparación suficiente para valorarla correctamente, así en un supuesto en el que se facilite una información sobre procedimientos contables de difícil comprensión para un lego, la conducta es irrelevante, ya que se condiciona la punición a la obtención de beneficio para sí o para tercero, o la causación de un perjuicio, como consecuencia del suministro. Es preciso establecer una relación de causalidad entre el resultado y el suministro de información, de modo tal que, si a pesar de dar la información al tercero, éste opera en el mercado por causas ajenas a esa información y el beneficio o pérdida está causalmente desconectado del suministro, la conducta del iniciado debería ser impune. Sólo si el beneficio o perjuicio tienen su origen en la información, es decir, si la conducta del receptor está condicionada por ella, la conducta será punible²⁵⁰.

En ese sentido, la doctrina en España con la redacción anterior al 2019, efectuada al Código Penal español, consideraban que el verbo “suministrar²⁵¹” debía interpretarse en el sentido de “comunicar” la información reservada a un tercero, de manera que se incluye con la finalidad de abarcar aquellos supuestos en que el iniciado primario no usa la información, sino que la comunica a otro para que éste sea el que explote la información privilegiada, si bien la interpretación gramatical del precepto obliga a que la obtención del beneficio sea imputada al propio iniciado primario. No obstante, no será suficiente el simple consejo para efectuar una determinada operación²⁵².

Por esa misma razón, porque hay un vínculo ineludible entre el suministro y el resultado, si no hay beneficio o perjuicio el suministro es atípico. Lo criticable es que sea atípico suministrar a un tercero, información a pesar de que este se beneficie, lo cual sólo puede interpretarse como defecto de

²⁴⁹ Cussac, Tratado de Derecho Penal Económico y de la Empresa, 1311

²⁵⁰ Ruiz, Sistema penal de protección del mercado y los consumidores, 149-150.

²⁵¹ Que, valga la pena aclarar, con la reforma al Código Penal español en el año 2019, se cambió la expresión “suministrar” por la de “recomendar” en la cual se entiende comprendida la primera.

²⁵² García Sanz, El delito de abuso de información privilegiada, 67.

redacción del tipo penal, que en buena parte de los casos se podrá solventar porque normalmente esa conducta coincidirá con la causación de un perjuicio, pero cuando eso no se produzca la conducta será impune²⁵³.

Un ejemplo de este tipo de conductas se encuentra en España, el caso enjuiciado por la STS 491/2015, de 23 de julio, referida al caso Parquesol (*Tol* 5390995), donde el director de la entidad financiera, que tuvo acceso a la información privilegiada referida a la OPA que se iba a realizar sobre dicha compañía, utilizó a un tercero para comprar acciones de la misma antes de que dicha información fuese pública y determinase el cambio de su precio; supuesto en que el director de la sucursal fue considerado como autor de la figura ahora analizada, la del art. 285.1 CP, pese a no ser él quien realizó directamente las operaciones, por entenderse, precisamente, que al encargárselas a un tercero las efectuó por persona interpuesta²⁵⁴.

Ahora bien, tanto el intraneus que realice directamente la operación o dé o modifique su orden previa, como el que utilice a una persona interpuesta para efectuar dicha conducta tendrá que haber empleado la información privilegiada que tenía para hacerlo. Esto supone, a juicio de Galán Muñoz, que debe existir una conexión psíquica entre el conocimiento de la información y la decisión de efectuar la conducta en cuestión, con lo que si el sujeto que se decidió a efectuar una operación, dio la orden de realizarla, de cancelarla o modificarla, llegase posteriormente a tener conocimiento de una información privilegiada que reafirmaba lo adecuado de su actuación, no cometerá este delito por el mero hecho de mantenerla, ya que, en realidad, no habría utilizado la información en cuestión para llevarla a cabo²⁵⁵.

En semejante sentido Monroy Antón, afirma que la recomendación a un tercero de comprar o vender valores basada en información privilegiada debe ser castigada, en lo relativo al emisor de ésta, equiparándola al suministro, pues resultan igualmente perjudiciales para el funcionamiento del mercado, la correcta formación de los precios, los intereses patrimoniales de los inversores y son una falta del deber de sigilo para con la propia empresa en caso de que la información se haya obtenido con motivo de la actividad empresarial o profesional en la misma. Sea cual sea el bien jurídico que se intente proteger, este comportamiento vulnera prácticamente todos ellos, por lo que debe ser sancionado al igual que el suministro. La diferencia estriba, como ya se ha mencionado, en el sujeto receptor, quien mientras en el suministro de la información debe ser sancionado siempre que conozca su procedencia (lo cual ocurrirá con bastante frecuencia), en la recomendación normalmente no tendrá ninguna responsabilidad penal, pues la mera recomendación sin hacer alusión a la información es imposible que le facilite indicio alguno sobre la ilicitud del acto que va a realizar²⁵⁶.

²⁵³ Ruiz, Sistema penal de protección del mercado y los consumidores, 150.

²⁵⁴ Cussac, Tratado de Derecho Penal Económico y de la Empresa, 1311.

²⁵⁵ *Ibid.* 1311-1312.

²⁵⁶ Monroy, El delito de abuso de información en el mercado de valores, 88.

De la misma manera, Monroy considera que el suministro de información que posteriormente no es utilizado sí que podría ser castigado en grado de tentativa. En opinión del citado autor, la diferencia con el uso que no se materializa en una operación en el mercado es que este puede ser motivado por múltiples factores que no tengan que ver con el ánimo de lucro del sujeto activo y que no pondrían en peligro el funcionamiento del mercado (por más que sean comportamientos alejados de la realidad, son posibles), mientras que el suministro, aunque no se concrete en una orden de compra o venta, ya implica una voluntariedad en el sujeto que la transmite de hacer que otro se beneficie con la información²⁵⁷.

Por su parte, Galán Muñoz, anticipa el reproche penal para la conducta del insider trading, al expresar que, desde su parecer se castigará como modalidad consumada de este delito el mero intento de abusar de la información privilegiada de la que se dispone mediante persona interpuesta, sin llegar a lograrlo, lo que determina que nos encontremos ante una figura que, por lo que se refiere a esta modalidad, se presentará como un verdadero delito de emprendimiento, ya que castigará con la misma pena al iniciado primario que efectivamente abuse de la información de la que dispone utilizando a un tercero para realizar una operación efectivamente completada que aquel otro que tratase de hacerlo, sin llegar a conseguirlo²⁵⁸.

En cualquier caso, debe señalarse que habrá supuestos en los que estará permitido decidir realizar o desistir de una operación sobre la base del conocimiento de una información privilegiada. Así sucederá, por ejemplo, cuando el sujeto que haya tenido acceso a dicha información durante el desarrollo de la diligencia debida (*due diligence*) de una Oferta Pública de Adquisición (OPA), optase, precisamente por haber alcanzado dicho conocimiento, bien por realizarla o bien por desistir de hacerla²⁵⁹.

Por último, Ruiz Rodríguez, considera que es lugar común negar la posibilidad de comisión omisiva, especialmente en el supuesto del iniciado que deja de actuar a consecuencia del conocimiento de datos relevantes para la cotización de algún valor, supuesto diferente del que cancela una operación ya que se trataría de una conducta activa incluida en el término usar. A su criterio, el término usar implica negociar, intervenir en el mercado realizando alguna de las conductas que el artículo 81.2 LMV española recoge. Se trata de realizar contrataciones que son incompatibles con las formas omisivas y que exigen intervenir en el mercado siempre con conductas activas²⁶⁰.

En cuanto al suministro, en principio no habría inconveniente en entender que la comisión omisiva fuese posible, ya que consentir con inactividad que el tercero acceda a la información no resulta contradictorio con suministrar, que no es un verbo de claro signo activo. El problema, como apunta Martínez-Buján, es que no basta pasar la información, sino que ha de hacerse obteniendo un beneficio

²⁵⁷ Monroy, El delito de abuso de información en el mercado de valores, 86-87.

²⁵⁸ Cussac, Tratado de Derecho Penal Económico y de la Empresa, 1312-1313.

²⁵⁹ Ibid. 1312.

²⁶⁰ Ruiz, Sistema penal de protección del mercado y los consumidores, 150.

para sí mismo o para un tercero, o provocando un perjuicio, lo cual excede al simple incumplimiento de deberes y acerca a la conducta a un hacer activo dirigido a la producción del resultado²⁶¹.

2.3. Sujeto activo del delito.

El delito de abuso de información privilegiada contenido en el art. 285 del Código Penal español tuvo una muy afortunada reforma en el año 2019, el cual, en el apartado número 4 del precitado artículo, delimita el espectro de sujeto que podrían llegar a tener conocimiento de información privilegiada y respecto de los cuales podríamos determinar quiénes encuadran en la categoría de sujetos activos en la comisión de delito. Así, la disposición en comento, dispone lo siguiente:

“...4. A los efectos de este artículo, se entiende que tiene acceso reservado a la información privilegiada quien sea miembro de los órganos de administración, gestión o supervisión del emisor o del participante del mercado de derechos de emisión, quien participe en el capital del emisor o del participante del mercado de derechos de emisión, quien la conozca con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial, o en el desempeño de sus funciones, y quien la obtenga a través de una actividad delictiva...”

Al respecto, nos dice el prominente profesor Martínez-Bujan, que *“el tipo del art. 285-1 contiene un delito especial propio”*. Y que, además, El círculo de posibles sujetos activos se halla recortado, dado que sólo conviene a aquella persona que *“hubiera tenido acceso reservado (scil., a la información privilegiada) en los términos del apartado 4”*. Que, por tanto, una de las grandes novedades de la reforma de 2019 fue la de incorporar una interpretación auténtica en la tarea de determinar quiénes son los sujetos que, a efectos penales, tienen “acceso reservado” a dicha información privilegiada²⁶².

Tal como señala Galán Muñoz, lo primero que debe tenerse en cuenta con respecto a este delito es que solo venga a castigar a aquel sujeto que utilice la información privilegiada en la medida en que haya tenido un “acceso reservado” a la misma en los términos del apartado 4 del referido art. 285 CP, lo que tiene una enorme incidencia a la hora de delimitar a los posibles sujetos activos de esta figura delictiva²⁶³.

Tras la reforma de la L.O. 1/2019 puede seguir afirmándose que, de conformidad con la línea más habitual en las legislaciones extranjeras, avalada por la doctrina mayoritaria, se opta ciertamente por delimitar la esfera de los sujetos activos; pero, a través de la descripción antecitada, ello se materializa mediante un concepto de sujetos idóneos, “relativamente amplio”, que no se limita a la versión más restringida; eso sí, a diferencia, verbigracia del Código Penal suizo, el español no ha creído conveniente proceder a una enumeración taxativa de sujetos, porque sigue incluyendo la cláusula genérica de que el sujeto activa conozca la información privilegiada “con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial”²⁶⁴.

²⁶¹ Ruiz, Sistema penal de protección del mercado y los consumidores, 150–151.

²⁶² Carlos Martínez-Bujan Pérez, Derecho Penal Económico y de la Empresa. Parte Especial 7ª Edición (Valencia: Tirant Lo Blanch, 2023), 444 – 445.

²⁶³ Galán, Manual de Derecho Penal Económico y de la Empresa, 204.

²⁶⁴ Martínez-Bujan, Derecho Penal Económico y de la Empresa. Parte Especial, 445-446.

Por consiguiente, lo que ha hecho el legislador de 2019 es mencionar una serie de sujetos que, indudablemente, ya quedaban incluidos en la referida cláusula genérica de la redacción anterior, por lo que esta mención específica puede considerarse superflua: “*quien sea miembro de los órganos de administración, gestión o supervisión del emisor o del participante del mercado de derechos de emisión, quien participe en el capital del emisor o del participante del mercado de derechos de emisión*” y también “*quien la conozca (scil., la información) en el desempeño de sus funciones*”²⁶⁵.

Por lo que, para cierto sector doctrinario, se convierte así al delito ahora comentado en un delito especial propio que solo podrá ser cometido por quienes tienen acceso a las referidas informaciones por uno de los referidos cauces. Esto, es, bien por haberlas recibido al ejercer sus funciones o por su posición en la empresa afectada (p. ej. el administrador de la empresa cotizada o sus socios), por haberlo hecho en razón de su profesión (p.ej. el abogado o el auditor externo contratado para realizar un asesoramiento o actividad puntual por la entidad) o bien, porque las haya obtenido mediante la comisión de un delito (p. ej. mediante la ejecución de un delito relativo al secreto empresarial de los art. 278 CP)²⁶⁶.

Para este sector doctrinal, sólo podrán ser autores de este delito, por tanto, estos sujetos, quienes, sin embargo y esto es importante, podrán ser castigados como autores del mismo tanto si usan la información de la que habla su tipo de injusto directamente como si lo “hacen por persona interpuesta”, lo que lleva a que también se los tenga que considerar como verdaderos autores si se limitan a transmitir una de estas informaciones a terceros solicitando y consiguiendo que sean estos últimos quienes realmente las utilicen, realizando alguna de las operaciones de las que, como vamos ver, habla este tipo delictivo²⁶⁷.

A todo lo anterior hay que añadir a la importante ampliación en materia de sujeto activo que lleva a cabo la L.O. 1/2019, al incluir una excepción a la atipicidad del receptor casual en el tipo básico del art. 285-1, esto es, al reconocer como sujeto idóneo a quien “obtenga la información privilegiada a través de una actividad delictiva”, expresión que, desde luego, permite extender el círculo de sujetos activos a personas que no conocen la información privilegiada con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial ni se les ha transmitido la información por un iniciado primario. Obviamente esta cláusula (existente en otros delitos, como señaladamente en el art. 239 C.P español, para integrar el concepto de llave falsa) permite extender el círculo de sujetos activos a personas que profesionalmente nada tienen que ver con la información privilegiada²⁶⁸.

2.3.1. Tipo Penal de Dominio.

Desde la perspectiva del derecho penal español, el profesor Martínez Buján, ha sostenido que pese a su configuración como un delito especial propio, el art. 285 CP no contiene, desde una perspectiva

²⁶⁵ Martínez-Bujan, Derecho Penal Económico y de la Empresa. Parte Especial, 446.

²⁶⁶ Galán, Manual de Derecho Penal Económico y de la Empresa, 205.

²⁶⁷ Ibidem.

²⁶⁸ Martínez-Bujan, Derecho Penal Económico y de la Empresa. Parte Especial, 447.

material, un puro delito de infracción de deber, sino un delito de dominio, basado en la no evitación de ciertos riesgos no permitidos que provienen de la esfera de organización del sujeto activo, es decir, se trata de un deber genérico de evitar que el iniciado abuse de las facultades de organización que tiene sobre la información relevante y que, en virtud de ello, ocasione un riesgo no permitido. Además, señala este autor, el art. 285 CP no adopta el criterio formal en virtud del cual las personas que aparecen descritas como sujetos activos estén obligadas, con anterioridad a la configuración de la norma penal, a velar por el secreto de la información privilegiada, sino que el tipo limita la prohibición a ciertos sujetos que ejercen funciones de dominio dentro del ámbito de protección de la norma. En definitiva, el autor sugiere –siguiendo en este punto el planteamiento *jakobsiano* sobre los delitos de infracción de deber– que no es el estatus, sino el dominio lo que fundamenta la limitación de la norma a un determinado círculo de sujetos²⁶⁹.

Vega Gutiérrez, expresa que, estamos frente a un *delito especial de dominio* en el que la infracción de los deberes extrapenales de abstención y sigilo (art. 81.2 LMV), no ha sido tomada en consideración en la descripción típica como único criterio configurador de la misma, sino que, por el contrario, la tipicidad de la conducta requiere que el iniciado determine positivamente el hecho, ya sea utilizando por sí mismo o por persona interpuesta la información privilegiada o suministrando ésta a terceros, con independencia de si vulnera un deber extrapenal preexistente o si sólo se infringe un deber penal de abstención derivado del propio art. 285 CP²⁷⁰.

En consecuencia, lo determinante para la autoría de este delito no es que el sujeto infrinja de cualquier manera un deber específico, sin importar que su conducta sea activa o pasiva y que coincida o no con la conducta típica (lo cual se alejaría del tenor literal de la ley e infringiría el principio de legalidad), sino que las restricciones en sede de autoría se rigen por dos exigencias, a saber: a) que el sujeto activo tenga una especial relación con la información y, b) que domine con su actuación el hecho típico. A juicio de Vega Gutiérrez, sólo podría defenderse la existencia de un delito de infracción de deber si la formulación típica fuera tan amplia que resultara indiferente la conducta realizada por el sujeto, siempre que infringiera su deber específico, pues de ser así la construcción roxiniana de los *Pflichtdelikte* (*delito de infracción de deber*) se ajustaría al tenor literal del art. 285 CP y no infringiría el principio de legalidad penal. Como hemos apuntado, no obstante, éste no es el caso del insider trading en la legislación española, por lo que la opinión contraria a la mantenida en este apartado infringiría el principio de legalidad al sustituir, *contra legem*, la exigencia típica de una determinada acción o conducta, por la mera infracción de un deber extrapenal²⁷¹.

²⁶⁹ Vega, El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, 210-211.

²⁷⁰ Ibid. 225-226. A pesar de ello, el autor no descarta por completo la posibilidad de que, al menos en lo que hace a la conducta típica del *suministro* de información privilegiada, se pueda defender la existencia de un delito de infracción de deber, ya que –como veremos– la modalidad del suministro admite supuestos de omisión impropia, por ejemplo, cuando el iniciado permite con su inactividad que un tercero acceda al conocimiento de la información privilegiada. Desde esta perspectiva, pues, la consideración del suministro como un *Pflichtdelikt* (*delito de infracción de deber*) no parece del todo errónea.

²⁷¹ Vega, El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, 226

2.3.2. Iniciados primarios.

Las expresiones iniciado primario (*insider o primary insider*), secundario (*secondary insider o tippee*), corporativo (*corporate insider*) o externo (*outsider*) proceden de la terminología empleada, en particular, por la jurisprudencia americana, para individualizar las categorías de sujetos cuya conducta puede considerarse fraudulenta. Por este motivo, son tributarias de la concepción seguida por sus autoridades judiciales y administrativas sobre la regulación *anti-insider trading*, vinculada a la idea de fraude. Y, por ello, ni la identificación del sujeto activo, ni el tratamiento de la responsabilidad civil son idénticos a ambos lados del Atlántico²⁷².

La adopción del modelo de represión antes referido supone, en materia de autoría, que la prohibición recae sobre los denominados *insiders* primarios (directos o de derecho), dejando fuera del ámbito de aplicación del tipo las conductas ejecutadas por los iniciados secundarios (también llamados *outsiders*, iniciados indirectos o iniciados de hecho), que son aquellos que adquieren la información, sabiéndolo, directa o indirectamente de alguno de los iniciados primarios. En consecuencia, de los *outsiders* no puede decirse que han tenido acceso reservado con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial, aunque, como afirma Otto, esto no es óbice para admitir el castigo, como partícipe *strictu sensu*, de los iniciados secundarios que colaboran con los primarios en la ejecución de operaciones con información privilegiada²⁷³.

Como se ha señalado, la conducta del iniciado consiste en el uso, comunicación ilícita o recomendación a un tercero de información privilegiada, que ha obtenido (frecuentemente) a consecuencia de su posición, cargo u oficio. Así, se prevalece de dicha ventaja (posición de privilegio) en beneficio propio o de otra persona. Y, de otro lado, dicha información (interna) es utilizada con la finalidad de alterar las condiciones de competencia eficiente del mercado de valores, provocando un daño a su integridad. Suele tratarse de los directores financieros, altos directivos o administradores generales de las sociedades cotizadas o de los miembros consejeros del organismo supervisor (aunque no sólo), a los que, por este motivo, se considera iniciados (primarios)²⁷⁴.

La restricción del círculo de sujetos activos del art. 285 del Código Penal español, a los iniciados primarios, a quienes se les atribuye un *deber de lealtad* sea frente a la empresa, frente los inversores o frente al propio mercado, además de un concreto *deber de abstención* de realizar operaciones con información privilegiada, ha incidido en la idea (planteada aisladamente por algún autor) de que el *insider trading* está configurado como *delito de infracción de deber (Pflichtdelikt)*²⁷⁵.

Esta circunstancia puede apreciarse también en el hecho de que, en un principio, la regulación *anti-insider trading* (americana, principalmente) haya estado presidida por la idea del incumplimiento de un deber (*breach of duty*), al imponerse al administrador o directivo la lealtad con la sociedad, que

²⁷² De la Rosa, Operaciones con Información Privilegiada y Mercado de Valores, 48-49.

²⁷³ Vega, El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, 204-205.

²⁷⁴ De la Rosa, Operaciones con Información Privilegiada y Mercado de Valores, 49-50.

²⁷⁵ Vega, El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, 210.

incumple en caso de *insider trading*. Y, por ello, la específica conducta del iniciado está relacionada con el funcionamiento de la sociedad cotizada. Aspecto éste que muestra la interrelación entre el Derecho societario y el ordenamiento del mercado de valores en los supuestos de *insider trading*, de importancia para determinar el régimen jurídico de las operaciones financieras internacionales con información privilegiada²⁷⁶.

Ahora bien, para que podamos apreciar la completa realización de este delito se requiere que la información privilegiada en cuestión sea utilizada y que lo sea de una determinada forma. En concreto, el art. 285.1 CP solo castiga a aquel iniciado primario que o bien utiliza la información privilegiada que dispone para adquirir, transmitir o ceder algún instrumento financiero o, por el contrario, procede a cancelar o modificar una orden referida a tales valores que hubiese dado con carácter previo²⁷⁷.

Se podrá castigar así, por ejemplo, tanto al administrador que teniendo conocimiento de que la empresa que dirigía había obtenido un suculento contrato que haría subir el precio de sus acciones en bolsa tan pronto como dicho hecho fuese públicamente conocido, procediese a comprar participaciones de la entidad para beneficiarse de su inminente subida, como a aquel otro que, teniendo noticia de que la empresa había tenido unos resultados en el ejercicio anterior significativamente peores que los esperados, procediese a cancelar la orden de adquisición de los activos de la entidad que previamente había emitido, antes de que tal información se hiciese pública y éstos bajasen de precio²⁷⁸.

Para Valle Muñoz y Morales Prats, la delimitación del círculo de sujetos activos a los iniciados primarios es correcta, ya que con ello se castiga penalmente la infracción de unos especiales e intensos deberes de confidencialidad y sigilo que vienen impuestos a quienes, por razón de su actividad, función o cargo, gozan de una posición privilegiada en el acceso a la información. Por esta razón, sostienen, la incriminación se asienta “sobre la base de un abuso de posición, función, profesión u oficio”²⁷⁹.

Se permite así que se considere como autores de la figura de la que venimos hablando a aquellos iniciados primarios que, en realidad, solo habrían actuado como inductores de la concreta utilización de la información finalmente efectuada por el comentado extraneus, sujetos, estos últimos, que tan solo podrán ser castigados, en principio, como meros partícipes de este delito, a no ser que se les pudiese considerar también, por ejemplo, como inductores o partícipes del delito de revelación de secreto empresarial o de información privilegiada que el iniciado primario habría cometido al comunicársela para que la pudiese emplear con el fin de realizar la operación, lo que, evidentemente, determinaría que hubiesen obtenido la información a través de una actividad delictiva y, por ello, y atendiendo a lo establecido en el apartado 4 del artículo 285, tuviesen que ser considerados también

²⁷⁶ De la Rosa, Operaciones con Información Privilegiada y Mercado de Valores, 51.

²⁷⁷ Galán, Manual de Derecho Penal Económico y de la Empresa, 205.

²⁷⁸ Ibid. 206.

²⁷⁹ Vega, El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, 205-206.

como intraneus del delito y, por tanto, como verdaderos coautores del tipo básico que sanciona el art. 285.1 CP²⁸⁰.

Ahora bien, tras la reforma operada por la L.O. 1/2019 las conductas del receptor secundario y del receptor casual quedan incluidas en un nuevo tipo específico atenuado en el apartado 5 del propio art. 285, del Código Penal español²⁸¹.

2.3.3. Iniciados secundarios.

Esteban de la Rosa, nos dice que, junto a los iniciados primarios, que obtienen la información (interna) de forma directa (entre los que se incluyen también los *quasi-insiders* o *insiders* temporales) existen otros sujetos, a los que se denomina iniciados secundarios (*tipees*), porque entran en posesión de la información a través del iniciado primario y no de forma directa (as. Dirks versus SEC). La expresión que se emplea en lengua inglesa, *tipee* procede de la idea de que esta persona recibe un “*tip*”. Los *tipees* se diferencian también de los *outsiders* por el hecho de que éstos también obtienen la información de forma directa, pero no mantienen con la sociedad deberes especiales de lealtad o fiduciarios y, por ello, no pueden ser considerados *insiders*²⁸².

Los *tipees* no tienen ninguna de estas características, al no trabajar en la sociedad, ni prestar servicios a la misma y, por ello, no tienen acceso directo a la información (interna). Los típicos iniciados secundarios son los familiares, conocidos, amigos del iniciado u otras personas con las que mantiene relación profesional, pero se trata, en todo caso, de personas que reciben dicha información interna, que conocen o debían conocer que el iniciado ha tenido acceso a ella de forma incorrecta, esto es, infringiendo un deber. Se establece una relación entre el *tipper*, responsable de la violación del deber de confidencialidad y el *tipee*, que tiene una responsabilidad derivada del primero, porque lo que hace ilícito el uso de la información privilegiada por los iniciados secundarios es la violación de un deber por el iniciado²⁸³.

Por su parte, Bujan Pérez, refiriéndose a la interpretación auténtica introducida en el 2019 al art. 285 del Código Penal español (L.O. 1/2019), que contempla el delito de abuso de información privilegiada, nos dice que, en lo que atañe a la segunda modalidad, hay que elogiar que el legislador de 2019 haya corregido el texto gramáticamente deficiente de la redacción anterior, que suponía la descripción de una conducta absurda, y que además haya optado ahora por una redacción más precisa: “*recomendar a un tercero el uso de dicha información privilegiada para alguno de esos actos*”. Esta segunda modalidad se incluye con la evidente finalidad de cubrir la laguna que se produciría en el caso en que no fuese el iniciado primario el que realizare actos de negociación, sino que se limitase comunicarla a otro para que este explote el conocimiento reservado y, a consecuencia de ello, este último sujeto

²⁸⁰ Galán, Manual de Derecho Penal Económico y de la Empresa, 205.

²⁸¹ Martínez-Bujan, Derecho Penal Económico y de la Empresa. Parte Especial, 447.

²⁸² De la Rosa, Operaciones con Información Privilegiada y Mercado de Valores, 58-59.

²⁸³ *Ibidem*.

obtenga el beneficio (o cause el perjuicio), tal y como acertadamente se describe esta segunda modalidad de acción en la doctrina y en algunas legislaciones extranjeras²⁸⁴.

En este tipo queda incluida, por de pronto, la figura del denominado receptor (o iniciado) “secundario”, que es el sujeto que conscientemente adquiere la información reservada del iniciado primario directa o indirectamente (por ejemplo, de la esposa o hermano de éste); pero también queda incluida la figura de cualquier receptor casual²⁸⁵, aunque este hubiese obtenido la información a través de una actividad no delictiva. Repárese, en efecto, que el legislador de 2019 delimita esta figura de un modo muy amplio: de un lado, exige, ciertamente, el requisito de que el sujeto conozca que la información que obtiene es privilegiada; pero, de otro lado, parte de un concepto puramente negativo o residual (basta con que el sujeto obtenga dicha información “de cualquier modo distinto de los previstos en el apartado anterior”), con lo que los únicos sujetos que quedan excluidos de este tipo son el iniciado interno y el receptor casual que obtiene la información a través de una actividad delictiva (sujetos incluidos en el apartado 1)²⁸⁶.

La opción legislativa de restringir la lista de sujetos activos en delitos económicos corresponde a una perspectiva dogmática, considerando que la injusticia debe construirse sobre el hecho, cumpliendo así con una máxima del derecho penal garantista, según algunos, ya que la propia estructura del sistema económico permite que ciertos sujetos se ubiquen en una situación que da lugar a la práctica de la conducta ilícita, por tener acceso facilitado a los medios materiales o por ocupar una posición especial de proximidad al bien jurídico. La conducta del iniciado secundario, en la legislación española, es, por tanto, atípica, salvo que se produzca alguna de las formas de participación (inducción, cooperación necesaria o complicidad)²⁸⁷.

Ahora bien, la regulación de esta figura también es dispar en cada legislación. En concreto, el art. 4 de la DAM indica que: *“los Estados miembros garantizarán la aplicación de los artículos 2 y 3 a cualquier persona distinta de las mencionadas en esos artículos que posea información privilegiada, cuando esa persona sepa, o hubiera debido saber, que se trata de información privilegiada”*. Y en este mismo sentido el art. 8, 4º in fine del nuevo Reglamento 596/2014 indica que: *“el presente artículo se aplicará también a toda persona que posea información privilegiada en circunstancias distintas de las mencionadas en el párrafo primero cuando dicha persona sepa o deba saber que se trata de información privilegiada”*²⁸⁸.

²⁸⁴ Martínez-Bujan, Derecho Penal Económico y de la Empresa. Parte Especial, 449.

²⁸⁵ Para Martínez-Bujan, no es correcta la inclusión del receptor casual que obtiene la información a través de una actividad no delictiva, la cual, no había sido solicitada en la doctrina española: la ausencia de un desvalor de acción elimina la ofensividad penal de esta clase de conductas; para ellas debería bastar la responsabilidad administrativa. Martínez-Bujan, Derecho Penal Económico y de la Empresa. Parte Especial, 464.

²⁸⁶ Martínez-Bujan, Derecho Penal Económico y de la Empresa. Parte Especial, 464.

²⁸⁷ Monteiro, O delito de Uso de Informação Privilegiada: contexto, evolução e bem jurídico, 263.

²⁸⁸ De la Rosa, Operaciones con Información Privilegiada y Mercado de Valores, 59-60.

En algunas legislaciones penales, por ejemplo, la suiza o la anglosajona, se castiga expresamente como delito común, independiente de la figura típica especial principal, la conducta del receptor o iniciado secundario siempre que utilice una información reservada que le ha sido comunicada por el iniciado primario y sea consciente de que dicha comunicación entraña una violación del deber de sigilo de este último. Sin embargo, acogiendo la opinión dominante en nuestra doctrina, el legislador español del CP de 1995 no se decidió a ampliar el tipo penal al caso relatado²⁸⁹.

No obstante, cómo se ha visto anteriormente, en el derecho comunitario europeo, particularmente en lo que respecta a la parte final del ya citado apartado 4, el artículo 8 del Reglamento (UE) n.º 596/2014 se generaliza una vez más la responsabilidad penal, extendiéndola a los informantes secundarios, al establecer que la norma se aplica *“por igual a cualquier persona que tenga acceso a información privilegiada en circunstancias distintas de las especificadas en el primer párrafo y cuando sepa o deba saber que se trata de información privilegiada”*. La característica distintiva de la extensión de la responsabilidad penal a los informantes secundarios es, por lo tanto, la intención: saber o debiera saber que la información es privilegiada, ya sea por el papel desempeñado por quien la divulgó o por la forma en que se obtuvo el acceso²⁹⁰.

Al respecto, Bujan Pérez cita la sentencia STS 491/2015, de 23-7 (caso Parquesol), donde no se pudo castigar como autor, consecuentemente, al receptor secundario, que había recibido la información privilegiada relevante del director de la entidad bancaria y que actuó como cooperador necesario. Pero tampoco fue castigado como partícipe, a pesar de que se trataba de un caso muy claro de participación, que, eso sí, podría atenuarse conforme al art. 65-3 CP. No obstante, insisto en que lo que no se podía sancionar penalmente era la conducta del iniciado secundario que usa (o suministra a un tercero) la información reservada que recibe del primario. En la citada STS 491/2015, de 23-7 (caso Parquesol) ello sucedía con el cuñado del director del banco, que ni era socio ni testaferro de este y, por tanto, era un puro receptor secundario. En síntesis, la figura del receptor secundario era por sí misma y en cuanto tal atípica, salvo que pudiese subsumirse en el delito común del art. 284, relativo a las maquinaciones para alterar el precio de las cosas, o en el específico delito del art. 418, que presupone que la *“información privilegiada”* (a la que se alude con carácter general) le hubiese sido proporcionada por un funcionario público o autoridad²⁹¹.

Bujan Pérez, expresa que no debería descartarse en el ámbito de los tipos penales referentes al mercado de valores la previsión de un precepto paralelo al art. 418, en el que el ataque al bien jurídico es ejecutado por un receptor secundario (cualquier particular) que conscientemente se aprovecha de su relación, directa o indirecta, con el *tippeer* para acceder a la información reservada (con beneficio para sí o incluso para un tercero). Eso sí, añade Bujan Pérez, que, sería esencial en todo caso el dato de que el receptor secundario conociese la infracción del deber de sigilo del iniciado primario, porque ello aporta el merecimiento de pena necesario de esta conducta y elimina los temores expresados por

²⁸⁹ Martínez-Bujan, Derecho Penal Económico y de la Empresa. Parte Especial, 465

²⁹⁰ Monteiro, O delito de Uso de Informação Privilegiada: contexto, evolução e bem jurídico, 268

²⁹¹ Martínez-Bujan, Derecho Penal Económico y de la Empresa. Parte Especial, 465.

la opinión española dominante ante una peligrosa extensión de la órbita típica. En cambio, Bujan Pérez, propone dejar fuera de este tipo penal común (castigado con pena inferior a la del tipo especial propio) los receptores casuales, incluso latamente concebidos²⁹².

Ahora bien, el último apartado del artículo 285 CP, el contenido en su apartado 5, castigará, tras la reciente reforma realizada por la LO 14/2022, con las mismas penas que los delitos que comentamos anteriormente, lo que supone incluir también las de los tipos cualificados, a aquellos sujetos que, sin ser ninguno de los iniciados primarios de los que hablaban dichos delitos, llegasen a tener acceso a una información privilegiada por vías diferentes de las que son catalogadas como de “reservadas” y, sabiendo que se trataba de dicha clase de información, la utilizasen para efectuar alguna de operaciones de las que hablamos anteriormente (compra, venta, etc.), realizando así una conducta desleal con respecto al resto de posibles inversores²⁹³.

Se permitirá, de este modo, que se pudiese castigar a quien emplease a la información en cuestión habiéndola obtenido por cualquier otra vía. Por ejemplo, por haberse enterado de ella por mero azar al escuchar una conversación de dos iniciados primarios en un bar o, por haberla visto en unos documentos mientras recogía unos papeles arrojados a la basura en la empresa en la que trabajaba como limpiador. También estos sujetos, una vez que logren tener acceso a dicha información, tendrán vetado penalmente el poder emplearla para realizar operaciones, lo que llevará a que, si lo hacen y concurren en su conducta alguna de las circunstancias que exige el apartado 1 del art. 285 CP para considerar penalmente relevante tales abusos (obtener un beneficio superior a los 500,000 €, etc.), tengan que responder con la pena del concreto tipo de abuso que hubiesen cometido (la del tipo básico o la de los anteriormente comentados tipos cualificados)²⁹⁴.

2.4. Sujeto pasivo del delito.

Vega, sostiene que las operaciones con información privilegiada eventualmente pueden ocasionar perjuicios patrimoniales no sólo a la contraparte de la transacción, sino incluso a todos aquellos inversores que han actuado en el mismo sentido que el *insider*. De esta forma, no cabe duda de que cuando el iniciado vende unos títulos valores a sabiendas de que el precio de los mismos sufrirá una inminente caída, ocasiona un auténtico perjuicio en el patrimonio de quienes compran dichos títulos. Así mismo, el perjuicio patrimonial es evidente cuando los inversores tienen que pagar un mayor precio como resultado de las operaciones con información privilegiada, que incrementan sustancialmente el monto de las transacciones. Por el contrario, la existencia de perjuicios patrimoniales es más dudosa en los supuestos en que el iniciado compra títulos valores para luego venderlos a un mejor precio; la razón: si un inversor vende sus acciones cotizadas en bolsa es porque sus expectativas de ganancia

²⁹² Martínez-Bujan, Derecho Penal Económico y de la Empresa. Parte Especial, 465-466.

²⁹³ Galán, Manual de Derecho Penal Económico y de la Empresa, 208: Se establece así en el art. 284.5 CP un delito de abuso de información privilegiada de iniciados secundarios que permitirá castigar a aquel sujeto que ni hubiese conseguido acceder a la información en razón de su posición en la empresa, ni por su profesión, ni por haber cometido o tomado parte en la realización de un delito para obtenerla.

²⁹⁴ Galán, Manual de Derecho Penal Económico y de la Empresa, 208-209

han sido satisfechas o porque, por ejemplo, atraviesa un problema económico que le obliga a vender los títulos para obtener liquidez, por lo que difícilmente puede admitirse que en estos casos se ocasione un perjuicio patrimonial²⁹⁵.

Por su parte, Martínez-Bujan, sostiene que, el sujeto pasivo del delito de abuso de información privilegiada, titular del bien jurídico, será un sujeto colectivo, sea una colectividad difusa de inversores, sea la propia comunidad en general; mas no un particular, que nunca podrá ser perjudicado patrimonialmente por la ejecución del delito²⁹⁶.

Lo mismo ocurre en los supuestos de *insider non-trading*, en los que el iniciado no ejecuta la transacción proyectada porque, por ejemplo, la información privilegiada de que dispone le indica que tal operación le ocasionará perjuicios. En estos casos, no habrá daños patrimoniales, salvo que la orden de compra emitida por el iniciado haya influido en la decisión del inversor de no negociar con otros participantes en el mercado, perdiendo de esa forma la oportunidad de vender sus títulos a un buen precio. Pero que no haya perjuicio efectivo (daño emergente) para terceros no significa que no haya delito (en el Derecho español), dado que el art. 285 CP prevé como otra alternativa de resultado reprochable, en vez de la producción de perjuicio, la obtención de beneficio (que es lo que se da claramente en el primer supuesto indicado: compra por el iniciado a bajo precio porque sabe que los valores se van a revalorizar, y lo que, aunque sea más dudoso, también podría sostenerse que se da en el segundo supuesto, el de no realización de la operación proyectada para no sufrir perjuicios)²⁹⁷.

2.5. El Abuso de Información Privilegiada como delito lesión y de resultado: la existencia de beneficio o daño para la consumación del delito.

Galán Muñoz, señala, desde el derecho español, que, para que los usos y las recomendaciones cometidos por los iniciados que hubiesen tenido acceso a información reservada, de los que se ocupa el art. 285.1 CP y los usos (no las meras recomendaciones) cometidos por los iniciados que no tuvieran dicho acceso a los que se refiere el art. 285.5 CP, sean típicos de dichos delitos se necesitará que sus correspondientes autores realicen tales actuaciones de forma dolosa y que concurra alguna de las circunstancias mencionadas en el primero de dichos preceptos. Esto es, que se genere un perjuicio o se obtenga un beneficio superior a los 500,000 euros, que el valor de los instrumentos financieros empleados supere los dos millones o que se cause un grave impacto a la integridad del mercado²⁹⁸.

²⁹⁵ Vega, El delito de uso de información privilegiada en el Mercado de Valores, 156.

²⁹⁶ Martínez-Bujan, Derecho Penal Económico y de la Empresa. Parte Especial, 441.

²⁹⁷ Vega, El delito de uso de información privilegiada en el Mercado de Valores, 156-157.

²⁹⁸ Cussac, Tratado de Derecho Penal Económico y de la Empresa, 1313 - 1314. Como sucedía -expresa el autor- con las similares circunstancias o resultados que se exigen en los delitos de manipulaciones de mercados financieros del art. 284 CP, también las circunstancias y resultados exigidos en el delito de abuso de información privilegiada y sus diversas modalidades, actúan como meras condiciones objetivas de punibilidad de estas figuras y sirven para distinguir las actuaciones que dichas figuras castigarán penalmente de las que la Ley del Mercado de Valores sancionará administrativamente.

Para Gómez Iniesta, por lo que se refiere a las dos primeras circunstancias establecidas en el art.285 del Código Penal español, que establecen umbrales cuantitativos, se reabre el debate acerca de si dichas cuantías son el resultado de la conducta o bien una condición objetiva de punibilidad. Desde el punto de vista de las consecuencias es muy importante, pues si el requisito del beneficio obtenido o perjuicio causado tras la negociación, así como el valor del instrumento empleado, supera un determinado nivel, entonces deberá ser considerado como una característica del resultado necesaria para la existencia del tipo, debiendo ser abarcado por el dolo del autor. Por el contrario, si se sostiene que se trata de una condición objetiva de punibilidad, solo cuando se produzca el hecho de obtención del beneficio o la causación de un perjuicio o el empleo de un valor del instrumento, ajeno a la acción y a la culpabilidad, pero necesario para que la acción sea punible, no precisará ser abarcada por el dolo y facilitará su aplicación práctica²⁹⁹.

A la consideración del resultado como condición objetiva de punibilidad, Martínez-Bujan, opone la idea de que, si en la base del delito de abuso de información privilegiada en el mercado bursátil se halla un bien jurídico colectivo espiritualizado, conviene resaltar la conclusión de que el tipo penal no debería ser construido como un tipo de resultado lesivo, que requiere un perjuicio patrimonial efectivo. De ahí que, el precitado autor orienta su crítica al art. 285 en ese aspecto³⁰⁰.

Por esta razón, Martínez Bujan expone, que, en su primigenia redacción el Art. 285 del Código Penal español exigía la efectiva causación de un perjuicio superior a 600.000 €, lo cual, sin embargo, a su criterio, dicho perjuicio no se produce nunca en la realidad bursátil, en virtud de lo cual hay que concluir que el requisito del perjuicio no desempeña función dogmática alguna en el tipo del art. 285. Tras la reforma de 2019, ello se ve confirmado por el dato de que ahora se añaden otros elementos para la tipicidad, al lado del perjuicio y del beneficio (letras b y c del inciso final apartado 1 del art. 285). Lo mismo sucedía con la otra modalidad del delito contenido en el art.285 del Código Penal español, referido a suministrar información, por lo que, el problema que existía con la anterior regulación del delito de abuso de información privilegiada contenido en el Art.285 del Código Penal español, era que el legislador español solo había reconocido como modalidad relevante de conducta la de obtener beneficio. En ese sentido, al emplear el legislador español el gerundio "...obteniendo...", para describir el resultado material, lo que se estaba expresando era que la obtención había de ser imputada al propio iniciado primario³⁰¹.

De ahí que, un amplio sector doctrinario a partir del contenido original del Art. 285 del Código Penal español, anterior a la reforma del 2019, hayan rechazado que el resultado lesivo fuera una condición objetiva de punibilidad *in totum* para la consumación del delito. De ahí que, autores como Ruiz Rodríguez, expresaran su rechazo en cuanto a tomar como condición objetiva de punibilidad el establecimiento de un monto determinado para la configuración típica del abuso de información privilegiada, por cuanto sostenía que, "la estructura típica del delito no permitía considerar la

²⁹⁹ Crespo, Derecho Penal Económico y Teoría del Delito, 645.

³⁰⁰ Martínez-Bujan, Derecho Penal Económico y de la Empresa. Parte Especial, 441.

³⁰¹ Ibid. 449-450.

realización del beneficio o perjuicio como condición objetiva de punibilidad. Su previsibilidad y certeza hacen que sea prácticamente imposible desgajarlo del dolo del sujeto activo, y la utilización del gerundio no pasa de ser una incorrección gramatical que no alcanza las consecuencias previstas por quienes defienden la teoría de la condición objetiva de punibilidad”³⁰².

Ruiz Rodríguez, al igual que Martínez-Bujan, sostienen esta tesis a partir de la consideración de que el mercado bursátil se caracteriza por su imprevisibilidad. Criterio que, por nuestra parte, también compartimos, por cuanto, efectivamente, la cotización de los valores en cualquier mercado del mundo -y El Salvador no sería la excepción- está sujeta a una cantidad de variables tan enorme y de tanta influencia que, como sostiene Ruiz, *pretender que el dolo del sujeto puede abarcar un resultado tan incierto como es esa cotización a lo largo de una jornada bursátil, sería estar fuera de la realidad*³⁰³.

En semejante sentido se ha pronunciado también Gómez Iñiesta, al indicar que, a la consideración de que la cuantía del beneficio o perjuicio es un resultado típico se le ha objetado que la misma constituye un suceso ajeno a la voluntad del iniciado, que no puede controlar ni es preciso que lo prevea o quiera, y aunque pueda saber que lo obtendrá, dada la multitud de variables que influyen en la determinación de un precio (políticas, económico-financieras y sociales) es imposible determinarlo con exactitud. A esto se le ha respondido que el beneficio no es ajeno a la voluntad del autor ni que se tenga que negar que existe un nexo causal entre la acción y el resultado producido.³⁰⁴

Sin embargo, con la reforma del 2019 del art. 285 del Código Penal español, se introdujeron como nuevas modalidades comisivas: “...a) que, como consecuencia de su conducta obtuviera, para sí o para tercero, un beneficio superior a quinientos mil euros o causara un perjuicio de idéntica cantidad; b) que el valor de los instrumentos financieros empleados fuera superior a dos millones de euros; c) que se causara un grave impacto en la integridad del mercado...”.

A partir de estas nuevas formas comisivas es que Martínez-Bujan, sostiene, que, el tipo del art. 285 podría ser explicado como un delito de naturaleza dogmática similar a los analizados delitos socioeconómicos de consumo, esto es como un tipo de peligro abstracto reconducible a bienes jurídicos individuales o individualizables. El bien jurídico de la necesaria transparencia del mercado de valores se configuraría como una mera abstracción conceptual que englobaría una colectividad difusa integrada por el conjunto de libertades de disposición y de patrimonios de los sujetos individuales participantes en el mercado de valores. Un bien jurídico que resultaría ciertamente lesionado en su abstracción, pero en tanto en cuanto se pongan en peligro los referidos bienes jurídicos «individualizables», que son los que deben servir como criterio rector interpretativo del tipo³⁰⁵.

³⁰² Ruiz, Sistema penal de protección del mercado y los consumidores, 152-153.

³⁰³ Ibidem.

³⁰⁴ Crespo, Derecho Penal Económico y Teoría del Delito, 646.

³⁰⁵ Martínez-Bujan, Derecho Penal Económico y de la Empresa. Parte Especial, 440.

Según Gómez Iniesta, es necesario tener en cuenta que en las contadas ocasiones en las que los jueces y Tribunales españoles han tenido ocasión de pronunciarse se observa que en el Auto del Tribunal Supremo de España, del 10 de diciembre de 2004 se configuró el artículo 285 como un delito de resultado, mientras que la Sentencia del Tribunal Supremo español de referencia 491/2015, del 23 de julio, en relación con la acción de suministrar, se decanta por la condición objetiva de punibilidad, porque la producción del resultado depende de la actuación posterior del tercero receptor quien tendrá el dominio del hecho pues será el quien utilizará la información privilegiada, así como su cuantía, por lo que integra una condición objetiva de punibilidad, independiente de la conducta del autor y su culpabilidad, aunque determinará su punibilidad³⁰⁶.

Galán, afirma que la jurisprudencia en España que se ocupó del delito contenido en el Art. 285, de forma mayoritaria entendía al delito iniciados como un tipo penal de resultado, exigiendo la obtención de un beneficio superior a los 600,000 € contemplada en la regulación anterior a la reforma de 2019. El referido autor, resalta la Sentencia del Tribunal Superior español 1136/2010, de 21 de diciembre, referida al caso Tabacalera (*Tol 2008799*), donde se afirmaba, con acierto, que, dado que las figuras aquí analizadas no protegen el patrimonio de los inversores, sino intereses supraindividuales referidos al correcto funcionamiento de los mercados financieros, tendría que entenderse que la exigencia de la producción de tal resultado solo podría actuar como condición objetiva de la punibilidad de este delito y no, como referente delimitador de su injusto típico³⁰⁷.

Ruiz Martínez, con la redacción anterior a la reforma del 2019 al art.285 CP español, sostenía un criterio que aún podría resultar vigente, la opción de que el resultado, en el delito de iniciados, se tratará de una condición objetiva de punibilidad *in totum* partía de una interpretación de la utilización en gerundio del verbo obtener que implicaba simultaneidad y no relación de resultado, entre el uso de la información y el beneficio, así como una falta de imputación subjetiva del beneficio o el perjuicio³⁰⁸. Es cierto que el dolo del sujeto puede ir dirigido a la obtención del beneficio fijado por el Art. 285 (€ 500,000) o a causar un perjuicio superior a dicha cantidad, pero el dolo ha de abarcar sucesos previsibles. A su criterio, la actividad financiera bursátil puede ofrecer suficientes coordenadas para que el resultado sea previsible, pero no la fijación de una cuantía. Sólo con la inversión de enormes cantidades de dinero se puede aventurar un beneficio superior al límite legal, pero entonces se pondría el acento de la infracción en la lesión patrimonial, lo cual, a criterio de Ruiz Rodríguez, es un error considerable ya que la esencia de la infracción es la afectación a un bien jurídico colectivo, y no a la inversa³⁰⁹.

En opinión de Gómez Iniesta, la nueva redacción del tipo penal conlleva, ahora sí, un argumento clave para sostener que se trata de un elemento del tipo, porque si bien en el derogado artículo 285 CP se utilizaba la expresión “obteniendo” en la redacción actual se dice que “como consecuencia de su

³⁰⁶ Crespo, Derecho Penal Económico y Teoría del Delito, 645.

³⁰⁷ Cussac, Tratado de Derecho Penal Económico y de la Empresa, 1314.

³⁰⁸ Ruiz, Sistema penal de protección del mercado y los consumidores, 151.

³⁰⁹ *Ibid.* 153-154.

conducta obtuviera un beneficio” y haciendo una interpretación gramatical, avalaría la tesis de la cuantía como resultado. Más aún, la antigua agravación referida a la causación de grave daño a los intereses generales, pasa ahora a ser redactada en el tipo básico bajo la fórmula “causara grave impacto en la integridad del mercado”, por lo que se exige la causación de un impacto grave, delimitando mucho mejor, y ahora en relación con el bien jurídico protegido, la afección del mercado, que exige la causación de un impacto grave y no solo económico, por lo que se requiere un resultado que venga a afectar de manera seria la confianza de los inversores en su correcto funcionamiento³¹⁰.

Con respecto al cálculo de la cuantía del beneficio, Galán, cita la Sentencia del Tribunal Superior español 1136/2010, de 21 de diciembre, referida al caso Tabacalera (*Tol 2008799*), la cual indica que dicho valor debe determinarse atendiendo a la diferencia que habría entre el precio al que se habrían adquirido los activos objeto del uso de información privilegiada realizado y aquel que vendría definido por el valor máximo que habrían alcanzado tales instrumentos financieros una vez que se hubiese difundido la información privilegiada utilizada en el abuso y, por tanto, el mercado la hubiese trasladado a su precio o valor (teoría de la revalorización latente), ya que, además de que dicho cálculo se ajusta mucho mejor a la naturaleza supraindividual y no meramente patrimonial de este delito, no podría reducirse la determinación de la ganancia obtenida a aquella que se hubiese alcanzando con una posterior o hipotética venta de los activos, puesto que ésta tal vez nunca se produjese, ni tampoco podría calcularse teniendo en cuenta el precio que alcanzase el valor en el mismo momento de la difusión de la información, dado que los mercados tardan algún tiempo en trasladar dicha información al precio³¹¹.

Lo mismo, habría que hacer -afirma Galán- para determinar el perjuicio producido, pero valorando el precio mínimo alcanzado tras la difusión de la información privilegiada alcanzada, valor que habría que comparar con aquel al que el iniciado informativo o su testaferro hubieran transmitido los instrumentos, para determinar el perjuicio patrimonial final que el abuso realizado por dichos habría llegado a generar. Por otra parte, indica, hemos que señalar que, toda vez que el precepto ahora analizado establece que el beneficio a tener en cuenta en este tipo de actuaciones puede ser propio o para un tercero, no existirá problema para sumar a las cuantías de los beneficios obtenidos aquellas que el tenedor de la información hubiese generado mediante operaciones de terceros que no hubiesen tomado parte dolosamente en su actuación, pero hubieran recibido los beneficios de la misma³¹².

El art. 285 del Código Penal español, también contempla el supuesto que se refiere a causar un grave impacto en la integridad del mercado. Gómez Inieta, afirma que, de nuevo, el legislador recurre para la configuración típica a un resultado respecto del que la jurisprudencia STS 1136/2010, a propósito de la antigua agravación de causar grave daño a los intereses generales, cuando a través de una interpretación sistemática considera que el impacto no necesariamente ha de tener un contenido

³¹⁰ Crespo, Derecho Penal Económico y Teoría del Delito, 646-647.

³¹¹ Cussac, Tratado de Derecho Penal Económico y de la Empresa, 1315.

³¹² Ibid. 1315-1316. Criterio que, según Galán Muñoz, fue expresamente reconocido en la STS 491/2015, de 23 de julio, referida al caso Parquesol (*Tol 5390995*).

económico, puesto que en los dos anteriores supuestos se hace referencia al impacto económico, pudiendo ser de cualquier naturaleza³¹³.

Continua Gómez iniesta, expresando que para evitar una incriminación excesiva e injustificada, que en ningún caso supone que todas las demás, por debajo de las cuantías, sean legales o lícitas, pues quedarán en el ámbito de la ilicitud administrativa, al tratarse de conductas indeseables, pero que a pesar de la reforma penal, transponiendo la DAM, se ha llevado a cabo contrariándola al seguir manteniendo en el delito umbrales cuantitativos, teniendo en cuenta que, a efectos de dicha directiva, *“se han de considerar graves las operaciones con información privilegiada y la comunicación ilícita de información privilegiada en casos en que sea elevado el impacto en la integridad del mercado, el beneficio derivado real o potencial o las pérdidas evitadas, la importancia del daño causado al mercado o el valor general de los instrumentos financieros, entre otros. Otras circunstancias que podrían tenerse en cuenta son, por ejemplo, el hecho de que la infracción se haya cometido en el marco de una organización delictiva o de que la persona ya haya cometido esa infracción previamente”* (considerando 11 de la DAM)³¹⁴.

Es necesario en este punto, resaltar un aspecto que denota real importancia y no puede pasarse por alto, el cual radica en que los beneficios o perjuicios expresados en la regulación del tipo penal (art.285 del Código Penal), deben ser producto y estar unidos causalmente al uso de la información, es decir, el resultado lesivo debe estar causalmente conectado con el abuso de información privilegiada previamente realizado, lo que, consecuentemente, obliga a excluir posibles beneficios o perjuicios que se deriven de causas o actuaciones ajenas a dicha conducta a la hora de apreciar la superación del límite cuantitativo aquí analizado.

De igual manera, resulta preciso mencionar que, no obstante y pese a los problemas que se generan con la introducción de límites cuantitativos en los tipos penales, se defiende el recurso a esta clase de técnica, por considerar que delimita las infracciones penales de las administrativas, pone de relieve el contenido de lesividad que debe alcanzar determinada conducta y, sobre todo, porque se trata de una técnica respetuosa del principio de intervención mínima, el carácter fragmentario del derecho penal y el principio de insignificancia.

En este sentido, los límites mínimos establecidos por el legislador son en elevados en exceso, a pesar de que el legislador penal la ha reducido en relación con la obtención del beneficio o causación de un perjuicio, lo mismo vale decir para el supuesto de valor de los instrumentos financieros empleados, superiores a dos millones de euros, ya que se trata de una cifra inhabitual para un inversor individual, que activaría el procedimiento de suspensión por parte de la CNMV española al concurrir circunstancias especiales que perturban el normal desarrollo de las operaciones sobre los

³¹³ Crespo, Derecho Penal Económico y Teoría del Delito, 647.

³¹⁴ Ibid. 648.

correspondientes valores, así como en el supuesto de que sea aconsejable la suspensión al estar en juego la protección de los inversores³¹⁵.

3. Elementos del Tipo Subjetivo.

A continuación, analizaremos los elementos subjetivos del tipo, especialmente referido al ámbito del dolo que le es exigido al sujeto que lleva a cabo la negociación bursátil al amparo del uso de información privilegiada.

3.1. Análisis del Dolo.

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 negociación; 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 operación³¹⁶.

Para Bascuñán Rodríguez, la imputación de responsabilidad penal por la realización del tipo genérico del delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores requiere la atribución a dolo del interviniente. La posesión de la información no es otra cosa que su conocimiento. Eso es el dolo referido a la existencia de la información y a las propiedades que la hacen privilegiada en relación con los valores con los que se opera. Asimismo, el dolo tiene que referirse a la realización de una operación con esos valores, en cualquiera de sus dos hipótesis, y al uso de la información. Esto último no es sino la advertencia consciente del peso específico que tiene la información poseída como razón o motivo para tomar la decisión de operar y realizar la operación. La falta de conocimiento de la concurrencia de los elementos objetivos del tipo, esto es un error de tipo, excluye la responsabilidad penal³¹⁷.

A juicio de Vega Gutiérrez, la exigencia de que la información con la cual realiza la negociación el iniciado exista al momento de ejecutarse la misma y que, además, sea el conocimiento de dicha información lo que motiva a realizar la operación bursátil al sujeto, está implícita en la Ley del Mercado de Valores española 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*

³¹⁵ Crespo, Derecho Penal Económico y Teoría del Delito, 647.

³¹⁶ Zamy Vega Gutiérrez, “Problemas exegéticos en las modalidades del insider trading” (art. 285 CP español), Revista Nuevo Foro Penal, n.81 (2013):170.

³¹⁷ Mondaca, Derecho Penal Económico. Parte Especial, 101.

vencida, de adquirir o ceder instrumentos financieros, cuando esta obligación esté contemplada de un acuerdo celebrado antes de que la persona de que se trate esté en posesión de la información privilegiada”³¹⁸.

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 legislador. En este sentido, pese a que el legislador alemán sustituyó el requisito de la “explotación” de un hecho relevante (*unter Ausnutzung der Kenntnis von einer Insider Tatsache*) por el de la “utilización” de una información privilegiada (*unter Verwendung einer Insiderinformation*), autores como Bürgers, Hemeling, Schneider, Assmann o Pawlik sostienen que antes como ahora sigue siendo imprescindible la concurrencia de una relación de causalidad entre el conocimiento privilegiado y la operación³¹⁹.

Resulta reseñable, en cualquier caso, que este tipo delictivo exige para poder castigar al autor de la utilización penalmente prohibida de información privilegiada que, además de haberla efectuado de forma dolosa, la lleve a cabo “conociendo que se trataba de información privilegiada”, lo que excluirá que se pueda castigar por este delito a aquel sujeto que actuase con un mero dolo eventual referido a dicha naturaleza de la información que iba a utilizar (p. ej. si no estuviese seguro de si la información era ya públicamente conocida o no)³²⁰.

Por su parte Galán Muñoz, todas las modalidades comisivas contempladas en el art. 285.1 CP han de realizarse de forma dolosa, lo que llevará a que en el caso de las primeras (las referidas al efectivo uso de la información privilegiada en una operación de mercado) quepa apreciar su posible realización en grado de tentativa, algo que, sin embargo, no se puede predicar con respecto a la de mera recomendación, ya que, al castigar esta modalidad una mera actividad peligrosa que supone, además, una simple forma específica de tentativa de aquellas que la preceden, cuando se ejecuta la conducta que configura su injusto, éste queda automáticamente consumado, con lo que no resulta factible apreciar su realización meramente intentada³²¹.

Por otra parte, no puede pasarse por alto que el supuesto agravado, que hace referencia a la notoria importancia (art. 285.2.2º CP), viene a avalar un mayor desvalor de resultado que ha de ser abarcado por el dolo del autor y que si en la descripción típica aparece un resultado, que consiste en la obtención de un beneficio o causación de un perjuicio superior a quinientos mil euros, que es ajeno a la finalidad de la normativa que regula el abuso de mercado, porque su sentido no es proteger el patrimonio individual o el empresarial, será este el único elemento delimitador entre la infracción penal y la

³¹⁸ Gutiérrez, Problemas exegeticos en las modalidades del insider trading, 170-171.

³¹⁹ Ibidem.

³²⁰ Galán Muñoz, Manual de Derecho Penal Económico y de la Empresa, 209.

³²¹ Ibid. 207.

administrativa, por lo que el beneficio debe ser abarcado por el dolo y considerar que es un elemento del tipo³²².

4. Tipologías y modalidades del delito de información privilegiada.

A partir de la reforma que sufrió el delito de abuso de información privilegiada en el Derecho español, en el año 2019 resultan apreciables con mayor claridad y precisión las modalidades y formas de comisión del delito, la cuales procedemos a examinar.

4.1. Recomendación para abusar de información privilegiada en transacciones bursátiles.

Tomando en cuenta que en la anterior regulación del art. 285 del Código Penal español, incluía dentro de la conducta típica el verbo “suministrar”, el cual ha sido sustituido con la reforma del 2019 al referido tipo penal, se sustituyó el referido verbo por la siguiente fórmula: “...o *recomendare a un tercero el uso de dicha información privilegiada para alguno de esos actos...*”. Se entienden comprendidas aquellas modalidades donde no es el iniciado primario el que realiza las transacciones bursátiles abusando de información privilegiada, sino que las mismas se realizan por interpuesta persona, por lo que, el suministro de información queda englobado en esta redacción más amplia, pero al mismo tiempo más precisa y acertada.

Al respeto, Bujan Pérez expresa que, en lo que atañe a esta segunda modalidad, hay que elogiar que el legislador de 2019 haya corregido el texto gramáticamente deficiente de la redacción anterior, que suponía la descripción de una conducta absurda, y que además haya optado ahora por una redacción más precisa: “recomendar a un tercero el uso de dicha información privilegiada para alguno de esos actos”. Esta segunda modalidad se incluye con la evidente finalidad de cubrir la laguna que se produciría en el caso en que no fuese el iniciado primario el que realizare actos de negociación, sino que se limitase comunicarla a otro para que este explote el conocimiento reservado y, a consecuencia de ello, este último sujeto obtenga el beneficio (o cause el perjuicio), tal y como acertadamente se describe esta segunda modalidad de acción en la doctrina y en algunas legislaciones extranjeras³²³.

Ahora bien, el tipo delictivo aquí analizado todavía contempla otra posible conducta delictiva alternativa a las hasta ahora comentadas. En concreto, permite castigar con la misma pena que a los sujetos anteriores a aquellos iniciados primarios que simplemente “recomendasen” a un tercero el uso de información privilegiada a la que hubiese tenido acceso reservado conforme a lo establecido en el apartado 4 del art. 285 CP³²⁴.

A juicio de Galán Muñoz, esta modalidad comisiva, que parece querer responder a lo exigido por el art. 3 de la Directiva de Abusos de Mercado, vendría simplemente a castigar como autor del delito del que venimos hablando en su forma consumada, a aquel iniciado primario que trata de realizar su

³²² Crespo, Derecho Penal Económico y Teoría del Delito, 646.

³²³ Martínez-Bujan, Derecho Penal Económico y de la Empresa. Parte Especial, 449.

³²⁴ Galán Muñoz, Manual de Derecho Penal Económico y de la Empresa, 206-207.

abuso utilizando a un tercero interpuesto, para lo que le incita a que realice materialmente una de las operaciones con utilización de información privilegiada anteriormente comentadas, sin conseguir, sin embargo, que éste llegue a efectuarla. Bien, por ejemplo, porque el sujeto al que le recomiende hacer la operación abusiva, no se convenza de llevarla a cabo o bien, porque habiendo conseguido convencerlo, algo le impida realizarla (por ejemplo, descubierta la actuación, se le detiene antes de que pueda llegar a realizar la operación que se le propuso)³²⁵.

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 reservado. 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 consejo. Del mismo modo, se defiende acertadamente la exclusión de los simples comentarios imprudentes, verbigracia 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 impune. 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 eventual³²⁶.

Con ello, se transforma a esta figura, en lo que se refiere a la ejecución mediante persona interpuesta, en un delito de emprendimiento que castigará con la misma pena al iniciado primario que abuse de la información de la que dispone utilizando a un tercero para realizar una operación efectivamente completada y, a aquel otro que trate de instigar dicha operación, sin llegar, sin embargo, a conseguirlo. Importante, en cualquier caso, es destacar el hecho de que para que esta modalidad comisiva se pueda apreciar se necesitará que su autor, no solo revele al tercero la información privilegiada que tenía, sino que le incite directamente a utilizarla realizando alguna de las negociaciones bursátiles, exigencia ésta que resulta fundamental a la hora de distinguir esta actuación de aquella otra de mera revelación de secreto que, el código penal español castiga en el art. 285 bis CP.

La modalidad típica del abuso de información privilegiada, denominada en el ámbito jurídico-mercantil como “uso transitivo” o “uso informativo”, no ha tenido, a diferencia de la conducta del uso, un marcado convencimiento doctrinal³²⁷ 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. Se esgrime que la incriminación de esta conducta tiene un

³²⁵ Galán Muñoz, Manual de Derecho Penal Económico y de la Empresa, 207.

³²⁶ Gutiérrez, Problemas exegeticos en las modalidades del insider trading, 199.

³²⁷ De ahí que cierto sector doctrinal, expresa su rechazo e inconformidad con la punición de esta modalidad comisiva del delito que nos ocupa, considerando que basta con que su punición le sea encomendada al derecho administrativo sancionador.

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 reservado³²⁸.

4.2. Insider no Trading.

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 omisión, aunque, por otro lado, hay quienes, al analizar la posibilidad de apreciar conductas omisivas en la modalidad del “uso”, no hacen referencia alguna a estos supuestos³²⁹.

En la doctrina se había apuntado la posibilidad de incluir en esta primera modalidad el llamado “*insider non-trading*”, o sea, englobar en el verbo “*usar*” la conducta de quien, valiéndose de la información reservada, decide no realizar una operación que había pensado efectuar. Sin embargo, a criterio de Martínez-Bujan, tal solución debe ser descartada. En efecto, dejando ya aparte los problemas de prueba que ello comportaría, había razones dogmáticas que se oponían a esa conclusión. Ante todo, hay que tener en cuenta que el sujeto iniciado tiene un deber de sigilo, pero no un “*deber de negociar*”, con lo que el limitarse a no intervenir no puede estimarse estructuralmente equivalente a la acción positiva. Por lo demás, entiendo que desde la perspectiva valorativa tampoco puede equipararse aquí la omisión a la acción. Las hipótesis imaginables son dos: primera, el sujeto se limita a mantener una operación anterior, descartando su proyectada idea de cancelación al conocer la información reservada; segunda, tras conocer la información reservada, el sujeto no realiza una nueva operación que pensaba llevar a cabo³³⁰.

En el primer caso, podrá admitirse ciertamente que el sujeto obtuvo un beneficio, más semejante beneficio no puede ser imputado objetivamente a la omisión, la cual no crea el riesgo de producción del resultado, dado que se trata de un riesgo con un origen completamente diverso a la omisión en sí misma, y sin que, por supuesto, exista para el sujeto un deber de cancelar su ventajosa operación en curso. En el segundo caso cabe argüir similares razones para descartar la comisión por omisión, a lo que habría que añadir que en él se revelan con absoluta nitidez, puesto que la imputación del resultado (materializado aquí en la evitación de una pérdida) a la omisión supondría partir del (absurdo)

³²⁸ Gutiérrez, Problemas exegéticos en las modalidades del insider trading, 193. 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 conductas.

³²⁹ Ibid. 185-186.

³³⁰ Martínez-Bujan, Derecho Penal Económico y de la Empresa. Parte Especial, 448-449

presupuesto de que el conocimiento de la información reservada haría nacer en el sujeto iniciado un deber específico de llevar a término todas aquellas operaciones perjudiciales para su patrimonio que hubiese proyectado con tal de que se conectasen psicológicamente a su conocimiento privilegiado³³¹.

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*”³³².

4.3. Abuso de información privilegiada por Autoridad o Funcionario Público.

Hemos venido analizando con especial énfasis el tipo básico de abuso de información privilegiada, lo cual no puede estar ayuno de las especiales modalidades que este delito puede y ha llegado a adoptar en las legislaciones que han optado por reforzar la protección de sus mercados mediante la prohibición de prácticas que supongan un abuso del mercado de capitales y, particularmente, de las de abuso de información privilegiada. En ese orden de ideas resulta atinado hacer una breve revisión de las modalidades y tipologías que ha adoptado el delito de iniciados en el derecho comparado, con especial atención en la legislación española que es la que hemos tomado como ley modelo en el desarrollo del presente trabajo.

Una de las modalidades que ha adoptado este delito, es el relativo al abuso de información privilegiada de autoridad o funcionario público, tipificado en el Código Penal español en el Art. 442, el cual, establece lo siguiente:

“La autoridad o funcionario público que haga uso de un secreto del que tenga conocimiento por razón de su oficio o cargo, o de una información privilegiada, con ánimo de obtener un beneficio económico para sí o para un tercero, incurrirá en las penas de multa del tanto al triplo del beneficio perseguido, obtenido o facilitado e inhabilitación especial para empleo o cargo público y para el ejercicio del derecho de sufragio pasivo por tiempo de dos a cuatro años. Si obtuviere el beneficio perseguido se impondrán las penas de prisión de uno a tres años, multa del tanto al séxtuplo del beneficio perseguido, obtenido o facilitado e inhabilitación especial para empleo o cargo público y para el ejercicio del derecho de sufragio pasivo por tiempo de cuatro a seis años.

Si resultara grave daño para la causa pública o para tercero, la pena será de prisión de uno a seis años, e inhabilitación especial para empleo o cargo público y para el ejercicio del derecho de sufragio pasivo por tiempo de nueve a doce años. A los efectos de este artículo se entiende por información

³³¹ Martínez-Bujan, Derecho Penal Económico y de la Empresa. Parte Especial, 449.

³³² Gutiérrez, “Problemas exegéticos en las modalidades del insider trading, 186.

privilegiada toda información de carácter concreto que se tenga exclusivamente por razón del oficio o cargo público y que no haya sido notificada, publicada o divulgada.”

Al respecto nos dice Pilar Otero, que, se trata de un delito especial del que sólo pueden resultar autores quienes ostenten las cualidades personales exigidas en el tipo. Es necesario que se haya accedido lícitamente a esa información, esto es, la fuente del conocimiento de la información deriva de las funciones propias del cargo, que deben ser interpretadas de forma restrictiva, en el sentido de una competencia estricta e inherente a su función, sin que sea suficiente con que la condición funcional sea un elemento que simplemente facilite al sujeto el acceso al contenido de esa información o secreto (concepción amplia), como en ocasiones ha hecho la jurisprudencia -SAP, Barcelona, 8ª, de 31 de julio de 2002 (*JUR*, 2002\279660)-, a juicio de pilar otero, erróneamente, aplicando el artículo 442 CP al funcionario público que aprovechando tal condición, accede a una información cuyo conocimiento no forma parte de sus funciones específicas ni está autorizado para conocerla, por lo que el acceso a la misma se realizaba de forma indebida. Ello no significa, sin embargo, la exclusión del ámbito típico de los supuestos en los que el acceso a la información o secreto se produzca de forma ocasional, aunque legalmente prevista, pues no por circunstancial dejará de ser inherente a su función³³³.

Igualmente, Otero, expresa que la equiparación del *oficio* y del *cargo* como fuentes del conocimiento de la información privilegiada o del secreto por parte del sujeto resulta incorrecta, debiéndose suprimir la referencia al *oficio* que, a criterio de Otero, es fruto de un *lapsus* del legislador motivado por la precipitación en la creación del delito. En la tradición jurídico-penal, el “oficio” siempre se ha relacionado con la realización de actividades profesionales, reservándose el vocablo “cargo” para el desempeño de funciones públicas. Así sucede, por lo demás, en todos los delitos de funcionarios, a excepción del mentado artículo 442 CP y del artículo 417 CP³³⁴.

4.4. Comisión por Omisión.

Martínez Bujan, expresa que, en España, tras la reforma al art. 285 del Código Penal (L.O. 1/2019), se modificó la descripción de la acción típica, corrigiendo un defecto contenido en el texto primigenio del legislador de 1995. La acción sigue siendo doble, pero ahora consiste en “realizar actos de adquisición, transmisión o cesión de un instrumento financiero, o de cancelación o modificación de una orden relativa a un instrumento financiero, utilizando información privilegiada, de un lado, o en “recomendar a un tercero el uso de dicha información privilegiada para alguno de esos actos”, de otro. Además, tales acciones se pueden llevar a cabo “de forma directa o indirecta o por persona interpuesta”³³⁵.

Así concebida, esta segunda modalidad, tal y como ha quedado redactada en la actualidad, tampoco admite la comisión por omisión porque el verbo “recomendar” es incompatible con una omisión, habida cuenta de que, según el significado del diccionario de la RAE en la acepción aquí aplicable, equivale

³³³ Otero, Abuso de información privilegiada de funcionario (delito de), 168.

³³⁴ Ibidem.

³³⁵ Martínez-Bujan, Derecho Penal Económico y de la Empresa. Parte Especial, 447.

a “aconsejar algo a alguien para bien suyo”, y “aconsejar”, en las acepciones aquí aplicables, presupone siempre un “decir” o un “dar”³³⁶.

Aunque la posibilidad de apreciar la omisión impropia en la conducta típica del suministro no es una cuestión exenta de discusiones, lo cierto es que en el terreno práctico son imaginables los casos en los que el iniciado, sin llegar a transmitir directamente la información privilegiada, facilita el acceso a la misma, sea infringiendo su deber de custodia o retirando obstáculos que hacen posible el acceso a dicha información. En la doctrina española, un importante sector niega la aplicación de la comisión por omisión en la conducta típica del suministro, en sentido contrario a quienes defienden la posibilidad de castigar los casos de omisión impropia. 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 pérdidas³³⁷.

4.5. Supuestos agravados.

El artículo 285 contiene dos apartados en los que se contemplan una serie de circunstancias cuya concurrencia en la comisión del delito de abuso de información privilegiada determinará que se incremente la pena aplicable a sus responsables, dándose así lugar a la posible apreciación de varios tipos cualificados de esta figura delictiva. En concreto, mientras el apartado 2 del referido artículo incrementa la pena del tipo básico de dicha figura, elevándola a su mitad superior, si su autor se dedicase habitualmente a dichas operaciones o si el beneficio obtenido, la pérdida evitada o el perjuicio producido fuesen de notoria importancia, en el apartado 3 se permite incrementar tanto la pena del tipo básico, como la de los tipos cualificados anteriormente comentados si el sujeto que los hubiese realizado fuese un trabajador o empleado de una empresa de servicios de inversión, de una entidad de crédito, de la autoridad reguladora o supervisora o de las entidades rectoras de un mercado regulado o de un centro de negociación³³⁸.

Por lo que en tales supuestos se producirá un incremento de la pena de los autores de los delitos de abuso de información privilegiada que hemos visto (también del contenido en el art. 285.5 CP); cualificación esta que podrá acumularse a las anteriores dando lugar a un tipo supracualificado de abuso de información privilegiada³³⁹.

4.6. El delito de Revelación de Información Privilegiada,

Con la reforma al Código Penal español (L.O. 1/2019), se introdujo un nuevo tipo penal vinculado al abuso de información privilegiada en el Art. 285 Bis, que dispone:

Fuera de los casos previstos en el artículo anterior, quien poseyera información privilegiada y la revelare fuera del normal ejercicio de su trabajo, profesión o funciones, poniendo en peligro la integridad del mercado o la confianza de los inversores, será sancionado con pena de prisión de seis

³³⁶ Martínez-Bujan, Derecho Penal Económico y de la Empresa. Parte Especial, 451.

³³⁷ Gutiérrez, “Problemas exegéticos en las modalidades del insider trading, 200-201.

³³⁸ Galán, Manual de Derecho Penal Económico y de la Empresa, 208.

³³⁹ Crespo, Derecho Penal Económico y Teoría del Delito, 648.

meses a cuatro años, multa de doce a veinticuatro meses e inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión o actividad de uno a tres años.

A los efectos de lo dispuesto en este artículo, se incluirá la revelación de información privilegiada en una prospección de mercado cuando se haya realizado sin observar los requisitos previstos en la normativa europea en materia de mercados e instrumentos financieros.

Se trata de un delito en el que se declara expresamente su subsidiariedad con relación al art. 285 (“fuera de los casos previstos en el artículo anterior”). Por tanto, la conducta de “revelar la información privilegiada” del art. 285 bis no puede suponer la realización de actos de negociación por persona interpuesta ni una recomendación del uso de dicha información a un tercero para que este negocie, porque estos últimos comportamientos integran ya el tipo básico, ni, por supuesto, una utilización conociendo que es información privilegiada (del apdo. 5 del art. 285). Lo que sí resultará posible es que un sujeto realice el delito del art. 285-1 y además lleve a cabo el tipo del art. 285 bis, en cuyo caso existirá un concurso real de delitos. Se trataría de dos hechos diferentes: de un lado, la realización de actos de negociación o de recomendación del uso de dicha información a un tercero para que este negocie; de otro lado, la simple revelación indeterminada del art. 285 bis. Es más, al contener el art. 285-1 un tipo mixto acumulativo, cabrá apreciar los tres delitos en concurso real³⁴⁰.

El sujeto activo se halla restringido a un círculo limitado de personas: ha de tratarse de un sujeto que “posee la información privilegiada” y que la revela “fuera del normal ejercicio de su trabajo, profesión o funciones”. Es, pues, un delito especial propio. Por consiguiente, el receptor secundario (y, por supuesto, el receptor casual) no puede ser sujeto activo de este delito. El tipo contiene una interpretación auténtica relativa a la infracción del deber del sujeto activo en el párrafo segundo del precepto, al aclarar que “a los efectos de lo dispuesto en este artículo, se incluirá la revelación de información privilegiada en una prospección de mercado cuando se haya realizado sin observar los requisitos previstos en la normativa europea en materia de mercados e instrumentos financieros”³⁴¹.

De manera que, para Martínez Bujan, el tipo se configura como un delito de peligro concreto, dado que explícitamente exige que la conducta de revelación “ponga en peligro la integridad del mercado o la confianza de los inversores”. Ello comportará que haya existido una difusión pública, porque solo de este modo se puede poner en peligro “la integridad del mercado o la confianza de los inversores” y solo así se puede justificar la severidad de las sanciones (prisión de seis meses a cuatro años, además de la inhabilitación)³⁴².

³⁴⁰ Martínez-Bujan, Derecho Penal Económico y de la Empresa. Parte Especial, 466.

³⁴¹ Ibid. 466-467.

³⁴² Ibidem. Expresa Martínez-Buján, que, en el Auto de Apelación de Barcelona, 6ª, de 4-1-2010, se confirmó el archivo de diligencias incoadas por el Juzgado de instrucción, al no resultar debidamente acreditada la acción típica: “tal conocimiento (scil., de la información reservada) por sí mismo no constituye elemento típico alguno relacionado con el delito del art. 285 CP, si no es posible relacionarlo con la transmisión de la misma información a quien pudiera aprovecharse de la misma o perjudicar a terceros”.

CAPÍTULO III

BENEFICIOS PARA EL MERCADO DE CAPITALES NACIONAL AL ADOPTAR UNA POLÍTICA CRIMINAL Y UNA NORMATIVA PENAL QUE GIRE EN TORNO A LA PREVENCIÓN Y SANCIÓN DEL ABUSO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL MERCADO DE VALORES.

1. Breve esbozo histórico de las recientes defraudaciones al Sistema Financiero de El Salvador.

En El Salvador donde el mercado de capitales aún se considera emergente todavía no se han presentado escenarios relativos a la defraudación del mercado valores, como si lo ha hecho en otros países como España, Brasil o Estados Unidos, país este último donde casos bastante escandalosos han sacudido fuertemente sus mercados, como el caso del fraude de valores de Bernard Madoff que alcanzo los 64,800 millones de dólares³⁴³, o, particularmente el de Martha Stewart, quien en el año 2002, vendió 3,928 acciones de la sociedad biotecnológica *ImClone Systems*, después de recibir información privilegiada sobre el rechazo de uno de los medicamento de la referida sociedad, por un valor aproximado de \$230,000, exactamente un día antes de que la Administración de Alimentos y Medicamentos de los Estados Unidos (FDA por sus siglas en ingles), denegará la aprobación del medicamento insigne de la corporación, denominado *Erbix*³⁴⁴. Resultando que, al día siguiente de la venta de las acciones y tras conocerse el rechazo por parte de la FDA del aludido medicamento, las acciones de la sociedad *ImClone Systems*, cayeron un 16%. Venta que fue posible debido a que el corredor de bolsa de Martha Stewart, el señor Peter Bacanovic, le suministro información que indicaba que las acciones bajarían su cotización estrepitosamente, lo cual, constituía información que no era de conocimiento público y, en consecuencia, se consideró información de carácter privilegiada para la negociación bursátil³⁴⁵

Sin embargo, nuestro sistema financiero y los mercados que lo integran nunca han estado exentos de fraudes financieros, de forma tal que en el año de 1989 tuvo lugar en El Salvador la reprivatización del sistema bancario, lo cual permitió la apertura de los conductos necesarios e indispensables para su renacimiento como la industria económica más dinámica, así como el sector con las más altas perspectivas de crecimiento económico, esencialmente porque para su privatización tuvo lugar, primero, un saneamiento de toda la cartera morosa de ese momento por 3,525 millones de colones (US\$705 millones de dólares), la cual fue adjudicada al denominado Fondo de Saneamiento y Fortalecimiento del Sistema Financiero (FOSAFFI). Igualmente, se dio origen a la formación de una normativa jurídica para permitir la libre competencia en este ramo económico, evento que permitió la

³⁴³ Diana B. Henriques, "Madoff es condenando a 150 años de prisión por estafa piramidal", The New York Times (29 de junio de 2009). <https://www.nytimes.com/2009/06/30/business/30madoff.html#>.

³⁴⁴ Tung Yin, "Martha Stewart es condenada en un escándalo de uso de información privilegiada", EBSCO (2022). <https://www.ebsco.com/research-starters/law/martha-stewart-convicted-insider-trading-scandal>.

³⁴⁵ De igual manera, las investigaciones arrojaron que el señor San Waskal, director ejecutivo de la sociedad ImClone Systems y algunos familiares de este, estaban vendiendo sus acciones antes de la caída del valor de las acciones cotizadas en bolsa y previo a la resolución de la FDA de rechazar el medicamento estrella de la corporación. Finalmente, Waskal fue enjuiciado en 2002 y declarado culpable en 2003 del delito de Fraude Bursátil y otros delitos relacionados con el mercado de valores estadounidense.

creación de nuevas entidades financieras, concediéndoles mayor discrecionalidad para la administración y manejo de las tasas de interés, lo cual llegó a contribuir en el proceso de recesión económica.

De igual manera, en El Salvador, el mercado de valores o también denominado mercado bursátil o mercado de capitales inicio con la apertura de la Bolsa de Valores de El Salvador, el 27 de abril de 1992, siendo desde entonces la primera y la única Bolsa de Valores del país, la cual, permitió el desarrollo de la actividad financiera, dinamizando la economía pública al permitir que las sociedades mercantiles cotizadas y los inversionistas pudieran tener un contacto directo por medio de la negociación de instrumentos financieros como, por ejemplo, la colocación de acciones y bonos de sociedades mercantiles, bonos emitidos por el Banco Central de Reserva, Letras del Tesoro emitidas por el Ministerio de Hacienda, Valores de Titularización, Certificados de Inversión y toda una gama de instrumentos bursátiles por medio de los cuales se logra orientar o canalizar dinero para satisfacer las necesidades de las sociedades, tanto como las necesidades de las instituciones del Estado, permitiendo un ágil y eficaz financiamiento de las mismas.

En ese contexto de cambios en el sector financiero del país, empezaron a surgir nuevas modalidades de fraudes en el sector financiero del país. Así, en el año de 1992 tuvo lugar uno de los primeros fraudes en el “renovado” sector financiero salvadoreño, el cual fue fraguado por los directores de la entidad financiera FOMIEXPORT, la cual, según información pública e informes de la Superintendencia del Sistema Financiero, no se encontraba autorizada para captar dinero del público, sin embargo materializó sus operaciones llevando a cabo prácticas idénticas a las de los Bancos, por lo que llegó a captar millones de colones del público, estimándose que la defraudación en aquella época ascendió a un monto que oscila alrededor de los 400 millones de colones, cifra que en la actualidad equivaldría alrededor de los 45.8 millones de dólares estadounidenses, cantidad que para la época era muy significativa dado el valor de la moneda y la situación económica de principio de los años noventa.

A través de FOMIEXPORT, se realizaba publicidad en los periódicos del país ofreciendo altas utilidades que rondaban entre el 70 y el 125 por ciento de intereses sobre las inversiones realizadas. Por lo que, para optar a tales beneficios los inversionistas debían suscribir un convenio de inversión, prometiendo a los inversionistas que entre más dinero invirtieran mayor sería su margen de utilidades, exigiendo un monto mínimo de inversión de 1000 colones, para un plazo mínimo de cuatro meses y un plazo máximo de seis meses, extendiéndole a sus clientes a manera de garantía, un cheque post fechado con un monto igual al de la inversión realizada, pactando, además, el pago de intereses mensuales. El cumulo de inversionistas afectados lo constituían un aproximado de 4,000 personas, que para noviembre de 1992 habían perdido su dinero al no haberseles devuelto sus inversiones y el pago de los intereses acordados, pues los fundadores de FOMIEXPORT huyeron del país.

En 1997 se suscitó otro caso de fraude financiero con la sociedad CREDICLUB, S.A DE C.V., miembro del grupo financiero BANSAL, sociedad la cual inicio la captación ilegal de dinero desde octubre del año 1993, cuyos fondos captados del público terminaron siendo desviados hacia otras actividades y

hacia Bancos en Estado Unido y Panamá, asciendo el fraude a unos 116 millones de colones, afectando aproximadamente a 300 inversionistas.

El desfaldo financiero determino que la Asamblea Legislativa creara mediante el Decreto Legislativo No. 15, del 20 de noviembre del año 1997, las disposiciones transitorias orientadas a la creación del Fondo Fiduciario Especial para atender a las víctimas de las operaciones ilegales llevadas a cabo por la sociedad CREDICLUB S.A DE C.V., por lo que se dio paso a la creación de un fideicomiso especial por 70 millones de colones, fondos los cuales serían administrados por la Corporación Salvadoreña de Inversión (CORSAIN), quien se encargaría de asegurar el pago de las víctimas de CREDICLUB.

Otro caso emblemático en la década de los noventa en el sector financiero del país, los constituye el relacionado a CREDISA, entidad que surgió en la década de 1970 con el auge de la construcción de viviendas, dedicándose a brindar financiamiento a proyectos de construcción. Sin embargo, la recesión económica que dio inicio en 1994 impacto fuertemente en CREDISA, en la medida que las empresas constructoras incurrieron en mora. De acuerdo a datos de la Superintendencia del Sistema Financiero, del total de la cartera de préstamos concedidos por CREDISA, un 43.7% se encontraba colocado en el sector vivienda y un 22.2% en el sector construcción, lo cual implica que ambos acaparaban un 65.9% del total de créditos otorgados. La estructura de créditos representó un problema adicional en la medida en que se financiaron créditos de largo plazo con una cartera de depósitos de corto plazo. Esto implicó que no se contaba con los recursos necesarios para mantener niveles de liquidez adecuados al monto de los depósitos que se le habían confiado. La situación se volvió totalmente insostenible, sobre todo cuando la SSF hizo pública la precaria situación financiera de CREDISA y dio un plazo de 60 días para que la institución incrementara su capital en 50 millones de colones. A partir de ese momento se inició una fuga masiva de depósitos que duró dos meses y equivalió a cerca de 500 millones de colones³⁴⁶.

El caso de CREDISA es una desmitificación de la pretensión de que el sector privado es un buen administrador por excelencia y que la privatización es la solución a todos los problemas de ineficiencia en el sector estatal. Al mismo tiempo, muestra que los propietarios de los bancos fácilmente pueden utilizar los recursos del público para otorgar créditos preferenciales a discreción o, inclusive, a empresas relacionadas con ellos mismos, tal como la Superintendencia del Sistema Financiero ha sugerido. Esta realidad obliga a que el Estado incremente la fiscalización de las instituciones financieras y a que se considere la necesidad de articular los intereses sectoriales de la Banca con los intereses nacionales, a través del fomento de las actividades productivas mediante una oportuna y suficiente asistencia crediticia.

En la segunda mitad de la década de los noventa y principios de los dos mil, tuvo lugar en nuestro país uno de los fraudes financieros más representativos de la época, que impacto directamente en la

³⁴⁶ "Universidad Centroamericana José Simeón Cañas: La banca de nuevo en cuestión: el caso CREDISA", revista Proceso, n.841, ISSN 0259-9864, (3 de febrero de 1999), Universidad Centroamericana José Simeón Cañas. <https://www.uca.edu.sv/publica/proceso/proc841.html#editorial> (acceso el 26 de julio de 2025, a las 18:06).

economía pública del país, generado una tremenda desconfianza e incertidumbre en la población y en los inversionistas nacionales y extranjeros, se trata del caso INSEPRO – FINSEPRO.

Se trató de un fraude financiero similar a las estafas piramidales o esquemas ponzi, donde las sociedades INSEPRO S.A. de C.V., y FINSEPRO S.A. de C.V., prometieron altos rendimientos a las personas a cambio de sus inversiones de dinero, pero los accionistas y directores de las referidas entidades, en lugar de invertir el dinero lo desviaron a sus propias empresas, defraudando a la economía pública, causando pérdidas millonarias a miles de personas en El Salvador.

A raíz de este suceso, muchas personas perdieron los ahorros de toda su vida por la expectativa de los altos rendimientos económicos de sus inversiones, asimismo, se gestó una fuga de capitales enorme en el país, la inversión tanto de nacionales como de extranjeros tuvo una disminución drástica lo que originó que el crecimiento económico del país decayera, el sector financiero se vio gravemente afectado por la enorme pérdida de confianza en el sistema financiero del país, afectando además, tanto a los pequeños como a los grandes empresarios en la medida en que resultó más difícil conseguir créditos, pues las políticas de los bancos y el sector financiero se endureció, generando un estancamiento de la economía de El Salvador.

A raíz del referido caso, se realizaron de forma paulatina varias reformas para proteger a los inversionistas y al sector financiero, implementando y fortaleciendo a los mecanismos de vigilancia y supervisión de los agentes financieros para evitar fraudes similares, entre ellas, se creó la Ley de Supervisión y Regulación del Sistema Financiero, se reforzó a la Superintendencia del Sistema Financiero para detectar y prevenir fraudes financieros a tiempo, además, se creó el Instituto de Garantía de Depósito, para proteger los depósitos de las personas en aquellos casos donde un banco enfrenta dificultades financieras que lo lleven a una situación de reestructuración.

De la misma manera, otro caso representativo de los fraudes financieros en el mercado de valores de nuestro país es el caso de la sociedad Consultores FOREX suscitado en el año 2019, donde los hermanos Carlos José, Gerardo Javier y José Ricardo, todos de apellidos Rivas Álvarez, llevaron a cabo la creación de una empresa intermediaria que captaba fondos del público para supuestamente invertirlos en la bolsa de valores, productos, bancarios y divisas de capital. El modo de operar de los imputados versaba en convencer a personas comunes a invertir no menos de US\$1,000.00 con la promesa de tener un rédito de hasta el 20 por ciento, monto superior al ofrecido por el sistema financiero nacional. Sobre el caso, la Fiscalía General de la República recibió para el mes de junio del año 2019, un total de 30 denuncias, con más de 65 personas afectadas, teniendo un monto preliminar de lo estafado por más de US\$226,000.00³⁴⁷.

En octubre de 2023 los hermanos Rivas Álvarez sumaban 133 acusaciones por estafa agravada, además de 12 órdenes de detención giradas por diferentes juzgados de paz capitalinos. En dicho año se conoció que los afectados sobrepasaban las 5,000 personas por los casos de estafa que ascendían

³⁴⁷ Luis Fernández, "FGR San Salvador presenta acusación en contra de tres hermanos vinculados al caso Forex", Fiscalía General de la República (jueves 20 de junio de 2019). <https://www.fiscalia.gob.sv/fgr-san-salvador-presenta-acusacion-en-contra-de-tres-hermanos-vinculados-al-caso-forex/> (acceso el 10/11/2025 a las 12:05).

a \$58 millones de dólares, de acuerdo con una pericia financiera efectuada por personal del Ministerio de Hacienda³⁴⁸.

Otros casos recientes y que han impactado en la confianza sobre el sistema financiero son el caso ACOTEMIC de R.L y ACOMATIC de R.L., donde la FGR proceso a una estructura criminal a la que se le imputo los delitos de defraudación a la economía pública y lavado de dinero y activos. Según información dispuesta en el portal de la FGR, se estima que los imputados movilizaron, ilegalmente, más de 49 millones de dólares en el sistema financiero, aprovechándose de sus cargos a través de cuentas de ahorro, certificados de depósitos a plazo, ahorros navideños, entre otros, pero de forma ficticia, para beneficio propio o de terceros. Igualmente, según la información que obra en el portal de la FGR, los imputados simulaban préstamos para abrir certificados de depósitos a plazos y cobraban los intereses por adelantado de 15 años, obteniendo un provecho de 300 y 400 mil dólares, hechos que ocurrieron entre el 2016 y diciembre de 2022³⁴⁹.

Sin embargo, más recientemente en nuestro país se ha presentado uno de los fraudes financieros más grandes de las últimas décadas, como resulta ser el caso COSAVI, del cual se tuvo conocimiento por haber salido a la luz pública en el mes de mayo del año 2024. Se trata de un fraude financiero millonario cometido por los directivos de la Cooperativa de Ahorro y Crédito, Santa Victoria, de Responsabilidad Limitada (COSAVI de R.L.), entidad financiera que, según informes emitidos por Superintendencia del Sistema Financiero, contaba con \$230 millones en la cartera de depósitos los cuales han ido siendo entregados de forma paulatina a sus asociados, aunque muchos de ellos debido a sus cuantiosas aportaciones e inversiones están a aun a la espera de recuperar su dinero.

Una cantidad enorme de personas enfrentaron una situación compleja y difícil ante la imposibilidad de poder acceder a sus ahorros e inversiones, siendo que muchas de las personas afectadas habrían realizado inversiones de cientos de miles e incluso millones de dólares. Esto generó un clima de incertidumbre y de una enorme desconfianza en el sistema financiero del país, particularmente en el ámbito de las asociaciones cooperativas de ahorro y crédito, que, pese a formar parte del sistema financiero nacional, escapaban a la supervisión de la Superintendencia del Sistema Financiero por estar conferida su vigilancia, control y supervisión al Instituto Salvadoreño de Fomento Cooperativo (INSAFOCOOP).

Todos estos antecedentes y muchos otros que han tenido lugar en nuestro país, denotan la fragilidad de nuestro sistema financiero y la necesidad de adoptar todos los mecanismos que resulten idóneos para proteger a los inversores y reforzar la confianza en el sistema financiero del país, que se resiente cada vez que estas prácticas nocivas tienen lugar. Si bien es cierto que aun no se ha presentado un

³⁴⁸ Redacción Diario El Mundo, "Presentan nueva acusación por estafa contra hermanos Rivas Álvarez ligada al caso Forex", Diario El Mundo (martes 9 de julio de 2024). <https://diario.elmundo.sv/nacionales/presentan-nueva-acusacion-por-estafa-contrahermanos-rivas-alvarez-ligada-a-caso-forex>. (Consultado el 10/11/2025 a las 12:19).

³⁴⁹ Angela María Alfaro Rivas, "Envían a prisión a 8 fundadores y directivos de ACOTEMIC de RL y ACOMATIC de RL por movilizar ilegalmente \$49 millones", Fiscalía General de la República (miércoles 24 de mayo de 2023). <https://www.fiscalia.gob.sv/envian-a-prision-a-8-fundadores-y-directivos-de-acotemic-de-r-l-y-acomatic-de-r-l-por-movilizar-ilegalmente-49-millones/>. (acceso el 10/11/2025 a las 18:19).

fraude por abuso de información privilegiada en El Salvador, el Estado no puede especular con la contingencia de si sucederá algún día o no, debe adoptar las medidas orientadas a la prevención de tales practicas perjudiciales para el orden económico del país.

Se requiere de una política criminal orientada a la prevención de las prácticas abusivas del mercado, generando la normativa y creando los mecanismos ideales para evitar que los escenarios de fraude puedan trastocar el mercado bursátil. Sobre todo, si se toma en cuenta la trascendencia económica que desempeña el mercado de valores en nuestro país, de suerte que, para lograr dimensionar su importancia baste indicar que, solo al cierre del mes de octubre del corriente año 2025, se han transado en la Bolsa de Valores local cinco mil ciento cuarenta y tres millones novecientos sesenta y tres mil trescientos cincuenta y dos dólares estadounidenses (US\$ 5,143,963,352.46), mientras que en el Mercado Integrado El Salvador/Panamá se han transado doscientos cincuenta y cinco millones ochocientos noventa y ocho mil ciento setenta y dos dólares estadounidenses (US\$ 255,898,172.26)³⁵⁰. Una cantidad impresionante de dinero, sobre todo si consideramos que el producto interno bruto de El Salvador para el año 2024 fue de 35.36 mil millones de dólares, según datos oficiales del Banco Mundial³⁵¹.

Nunca se esperó que los fraudes financieros más representativos del país llegaran a suceder, como el caso INSEPRO-FINSEPRO, o el caso de COSAVI, sin embargo, sucedieron y han traído repercusiones nefastas para las personas directamente afectadas y el sistema financiero en general, por lo que el Estado debe demostrar firmeza frente a los escenarios que representen un riesgo para la estabilidad económica nacional, debiendo orientar la política criminal hacia la prevención, procurando evitar que los comportamientos defraudatorios lleguen a fraguarse, pues cuando estos ya han tenido lugar sus daños resultan de difícil reparación y sus consecuencias repercuten en el normal funcionamiento del mercado, se pierde la confianza en el mismo y se aleja la inversión, lo cual genera recesiones y serios déficits en torno al crecimiento y desarrollo económico del país. Eventos y sus consecuencias que pueden llevar décadas de esfuerzo y enormes inversiones para lograr ser superadas; y, aun así, en muchos de los casos, para las personas directamente afectadas puede suponer (como ya lo ha demostrado la realidad) serios daños y de imposible reparación.

2. Valoración político criminal respecto a la criminalización del abuso de información privilegiada.

En contraposición con la aceptación del carácter lesivo de la manipulación del mercado, debe destacarse la importante controversia surgida (y todavía no cerrada definitivamente) en torno al carácter lesivo o no del uso de información privilegiada en los mercados de valores, así como en lo relativo a la conveniencia o no de su regulación. Desde los años sesenta de la pasada centuria se sucedieron distintas posiciones en torno a esa práctica; desde aquellas que abogaban por la licitud del uso de información privilegiada por considerarlo beneficioso para las sociedades emisoras y para

³⁵⁰ Bolsa de Valores de El Salvador, acceso el 9 de noviembre de 2025.

<https://www.bolsadevalores.com.sv/>

³⁵¹ Data Commons, acceso el 9 de noviembre de 2025.

https://datacommons.org/place/country/SLV?utm_medium=explore&mprop=amount&popt=EconomicActivity&cpv=activitySource,GrossDomesticProduction&hl=es

la eficiencia del mercado, hasta las que se decantaron por la necesidad de su prohibición. Pero incluso entre estas últimas ha sido enormemente discutido el fundamento de la prohibición; esto es, su razón de ser³⁵².

En ese sentido, se procederá a examinar las diversas tesis que concurren favorablemente en abogar por la prohibición del delito de abuso de información privilegiada, tanto como aquellas que rechazan la necesidad de criminalizar este tipo de comportamiento por considerarlo innecesario y hasta contraproducente, principalmente en economías emergentes como es el caso de El Salvador. Iniciaremos con las teorías que rehúsan la criminalización de delito, para luego dar paso a aquellas posturas que abogan por su penalización.

2.1. Posturas en contra de la criminalización del delito de abuso de información privilegiada.

No se puede ocultar que existe una corriente doctrinal de juristas, pero principalmente, economistas encabezados por la Escuela de Chicago, que niegan el uso de información privilegiada sea una conducta lesiva, sosteniendo que a lo sumo puede efectuarse un reproche moral³⁵³. Para estos autores el uso de la información aun reservada es una forma más eficiente de que los valores se aproximen a su precio real, en cuanto que, de un lado, las operaciones de iniciados suponen un incremento de la demanda y por tanto del valor del bien, no solo por ellas mismas, sino por el efecto de emulación que producen. Esta forma de influencia de la información sobre el precio de un valor se considera más gradual y paulatino, que la brusca colocación que provoca en el precio la publicación de una información relevante. Por otro lado, se indica además que la información privilegiada (por ejemplo, el descubrimiento de una nueva patente o la realización de una operación financiera) es una forma de premiar a los administradores de las empresas más innovadoras y eficientes. Los administradores más innovadores son retribuidos y compensados a través del uso de información privilegiada derivada de sus avances³⁵⁴.

Concretamente, fue Henry Manne el primer autor en escribir sobre el uso de información privilegiada en Estados Unidos y se le considera uno de los críticos más importantes de la regulación vigente en la materia, influyendo significativamente en cómo se estudia el tema hoy en día. Las ideas de Manne sobre la propuesta de no regular la práctica del uso de información privilegiada impulsaron el

³⁵² Martínez, Los Fundamentos de la Prohibición del Abuso de Mercado, 45-46.

³⁵³ Nieto, Derecho Penal Económico, 217

³⁵⁴ Ibid. 217-218. Por ello se propone un cambio de paradigma contrario a la inclinación del insider trading donde la información pertenece a la empresa, que tendría un derecho de propiedad, y la revelación de la información perjudica a la empresa y no al mercado. Desde esta óptica lógicamente las conductas de abuso de información privilegiada se asimilan notablemente a la revelación de secretos de empresa y, cuando son cometidas por los administradores, a la administración desleal. Esta concepción del abuso de información privilegiada esta cercana, igualmente, al modelo del deber fiduciario (Fiduciary duty theory), y fue desarrollada por la jurisprudencia norteamericana en sus comienzos para considerar que el delito de insider trading solo comprendía conductas de los administradores: se trata sancionar a aquellos supuestos en los que el administrador, que en principio o como consecuencia de su contrato de remuneración tendría perfecto derecho a utilizar la información confidencial, la utiliza de forma perjudicial para su empresa.

surgimiento de importantes escuelas de investigación en Derecho y Economía durante las décadas de 1980 y 1990³⁵⁵.

En ese sentido, el debate sobre la conveniencia o no de establecer una normativa que prohíba las operaciones de iniciados surgió con la publicación de la importante obra de MANNE, titulada *Insider Trading and the Stock Market* (1966). A través de esta obra, el citado autor, considerado como el máximo defensor del *insider trading*, rompió con el consenso (hasta entonces imperante) de que las prácticas con información privilegiada eran perjudiciales; de esta forma, pues, MANNE sostiene (en términos generales) que las operaciones de iniciados producen efectos beneficiosos en el mercado y que, en consecuencia, no deberían ser objeto de regulación alguna³⁵⁶.

Así, nos dice Monteiro, que, incluso hay defensores de utilizar mecanismos externos al derecho penal para proteger el correcto funcionamiento de los mercados, bastando las normas del derecho administrativo sancionador, como las contenidas en la Ley del Mercado de Valores, pues la relevancia de este bien jurídico no sería tan importante como para atraer la protección del derecho penal, que, según el criterio de ese sector doctrinario sólo debería utilizarse para casos que afecten gravemente el funcionamiento del propio mercado³⁵⁷.

De ahí que, un sector de la doctrina se muestra contrario a la penalización del delito de uso de información privilegiada y estima que es suficiente la figura relativa al funcionario público (art. 442 CP) y que el resto de los supuestos deberían castigarse sólo con sanciones de tipo administrativo de la Ley del Mercado de Valores³⁵⁸. En ese orden de ideas, a continuación, procederemos a analizar cada una de las tesis más relevantes que propugnan por la no criminalización del delito de abuso de información privilegiada.

Por otro lado, algunos autores advierten que, en los países de Latinoamérica debido a sus mercados aún emergentes, la regulación de tales comportamientos es mucho más reciente, de allí que todavía se debata sobre la necesidad de tales normas. De forma que, ciertos especialistas en la materia consideran que la regulación excesiva en mercados emergentes podría ser inútil y podría reprimir las inversiones de determinado sector, por lo que admiten un cierto grado de imperfección en la información, siempre que ello no signifique corrupción y desigualdad generalizada³⁵⁹.

2.1.1. Delito sin víctima y sin menoscabo patrimonial para los inversionistas.

Considerado como un argumento clásico, la ausencia de perjuicios para el inversor se erige como uno de las principales premisas asumida por un amplio sector de la doctrina. Al respecto, se alega que el inversor que contrata con el iniciado no sufre ningún perjuicio patrimonial porque, aunque éste no hubiera actuado, aquél habría realizado la misma operación con otro participante en el mercado, por

³⁵⁵ Monteiro, O delito de Uso de Informação Privilegiada: contexto, evolução e bem jurídico, 109.

³⁵⁶ Vega, El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, 41.

³⁵⁷ Monteiro, O delito de Uso de Informação Privilegiada: contexto, evolução e bem jurídico, 109.

³⁵⁸ García Sanz, El delito de abuso de información privilegiada, 61.

³⁵⁹ Caro, Derecho Penal Económico Parte Especial, 266.

lo que –desde esta perspectiva– se concibe al *insider trading* como un delito sin víctima (*victimless crime*)³⁶⁰.

De ahí que un sector de los tratadistas haya expresado que, resulta cuanto menos cuestionable que las operaciones de los insiders provoquen perjuicios económicos en los demás inversores. Conforme a la denominada *theory of market uncertainty*, que provoca una distribución aleatoria de las transacciones en el mercado, cuando el *insider* compra acciones sabiendo que van a subir de precio siempre hay inversores que están dispuestos a vender en ese momento y a ese precio, por lo que, habrían vendido al *insider* o a cualquier otra persona; es decir, no es la orden de compra del insider lo que motiva al inversor a dar una orden de venta sino que por el contrario esta orden de venta es anterior e independiente de la del *insider*. Aun cuando el insider obtenga un beneficio posterior, al subir la cotización de las acciones, ello no quiere decir que correlativamente haya causado un perjuicio a aquel que se las vendió³⁶¹.

Otro tanto cabe decir en los supuestos en los que el insider se presenta como vendedor: las posibles pérdidas que experimenta el comprador se originan por las caídas posteriores de la cotización, pero no de forma inmediata por la operación del insider. La conclusión es obvia: a diferencia de lo que ocurre en los clásicos delitos contra la propiedad, como los tipos de estafa o apropiación indebida, no es posible en el delito de abuso de información privilegiada establecer una relación causal entre la conducta del insider y un correlativo perjuicio patrimonial sufrido por el sujeto pasivo, pues la operación del insider no es la causa de la decisión del inversor para la compra o venta de títulos valores; el inversor, aunque el insider no hubiera actuado, habría realizado una operación idéntica o casi idéntica a la que realizó, por lo que las pérdidas o disminución de ganancias se hubiesen producido por igual³⁶².

2.1.2. Incremento de la eficiencia para el Mercado de Valores.

En general, en el ámbito económico, se suele evitar la regulación excesiva que pueda menoscabar la rapidez y la eficacia del trabajo de los profesionales del sector, manteniendo así la idea central de Manne de que el mercado debería autorregularse en la mayoría de los casos, y que la regulación solo debería aplicarse en casos de fraude que perjudiquen al mercado³⁶³.

Hay quien ha cuestionado que se tengan que castigar este tipo de conductas considerando que, al fin y al cabo, quienes tienen dichas informaciones y las utilizan en provecho propio lo único que hacen es usar la posición competitiva ventajosa que le correspondía para obtener un beneficio, algo que no solo no alteraría el correcto y eficaz funcionamiento del mercado, sino que entenderían lo favorecería al fomentar la competencia beneficiando a los más hábiles o capacitados de entre quienes participan en ellos frente a los que no lo son³⁶⁴.

³⁶⁰ Vega, El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, 41

³⁶¹ Ferrandis, Tratamiento penal del abuso de información privilegiada en el mercado financiero, 127-128.

³⁶² *Ibidem*.

³⁶³ Monteiro, O delito de Uso de Informação Privilegiada: contexto, evolução e bem jurídico, 29

³⁶⁴ Galán, Manual de Derecho Penal Económico y de la Empresa, 202.

Según esta tesis, las operaciones con información privilegiada ayudan a elevar la eficiencia del mercado, ya que, por un lado, elevan la eficiencia *alocativa*, entendida como capacidad del mercado para asignar los recursos a las empresas más productivas y, por otro, porque contribuyen a incrementar la eficiencia *informativa*, pues cuando un sujeto opera con información privilegiada está proporcionando información al mercado sobre la tendencia de las cotizaciones. En este sentido, pues, las operaciones de iniciados colocan el precio de los títulos a su nivel real y, además, suponen un incentivo para la búsqueda constante de informaciones sobre la empresa, reduciendo así el coste de su adquisición por otros sujetos³⁶⁵.

2.1.3. Mayores incentivos empresariales y de inversión.

Wagner aclara que muchos de los argumentos en contra de la regulación del uso de información privilegiada se pueden atribuir a la teoría del Derecho y la Economía de la Universidad de Chicago, que esencialmente apoya un análisis de costo-beneficio derivado de la teoría utilitarista. Desde un punto de vista utilitarista, el uso de información privilegiada solo debería prohibirse si los costos de este tipo de práctica superan las ganancias³⁶⁶.

Con esta premisa se intenta demostrar que el *insider trading* tiene efectos positivos para la sociedad cotizada, ya que tales prácticas constituyen un mecanismo de *compensación* para los empresarios (*entrepreneurs*) responsables del éxito y de las innovaciones de la sociedad y, por tanto, suponen un mecanismo de incentivación para la asunción de riesgos con la finalidad de incrementar la rentabilidad de dichas empresas. En este sentido, un sector considera que deberían ser permitidos los pactos entre accionistas y representantes relativos a la utilización de información privilegiada, ya que la autorización para el uso de dicha información forma parte del sistema de estímulo y retribución del órgano de administración de la sociedad³⁶⁷.

Son dos los principales fundamentos de la teoría utilitarista contra la prohibición del uso de información privilegiada se basan, por un lado, en el argumento de la confianza, según el cual, el uso de información privilegiada afecta la confianza de los inversores y, por consiguiente, el tipo de inversiones que realizan; este argumento es refutado por cuanto, se sostiene que mantener la prohibición del uso de información privilegiada no crea igualdad de condiciones, sino que las favorece a los profesionales de la inversión, quienes, después del propio inversor, incrementarán sus beneficios al ser los mejor informados del mercado. El segundo fundamento, descansa sobre el argumento de la propiedad, conforme al cual, la idea de que el uso de información privilegiada constituye una forma de robo porque viola el derecho de propiedad sobre información relevante; este segundo argumento también se rechaza porque no aborda el riesgo de que los altos directivos utilicen su posición para perjudicar a la empresa, enriqueciéndose mediante la venta en corto³⁶⁸.

³⁶⁵ Vega, El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, 41.

³⁶⁶ Monteiro, O delito de Uso de Informação Privilegiada: contexto, evolução e bem jurídico, 29

³⁶⁷ Vega, El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, 42.

³⁶⁸ Monteiro, O delito de Uso de Informação Privilegiada: contexto, evolução e bem jurídico, 29-30.

2.1.4. Mera manifestación del llamado derecho penal simbólico.

Se ha afirmado un sector amplio de los juristas identifican el correcto funcionamiento del mercado como el objeto jurídico difuso y supraindividual de protección de la norma, caracterizado, en términos concretos, por el respeto al principio de igualdad de oportunidades para los inversores³⁶⁹. Sin embargo, cierto sector doctrinal critica esta postura, que fundamenta la protección de la norma en la eficacia del mercado, afirmando que se trata de un argumento simbólico que lleva a formalizar reglas para generar la impresión subjetiva de vivir en un mundo seguro y, por otro lado, permitir la incorporación de ciertos elementos para alcanzar un determinado nivel de seguridad, precisamente bajo las condiciones que posibilitan el libre flujo del mercado. Así, se argumenta que esta combinación de factores conduciría a la aplicación del poder político interno y externo, pero no al logro de un estado de seguridad personal³⁷⁰.

De igual manera, quienes sostienen que estamos ante la presencia de un delito de los del llamado Derecho penal simbólico, han basado sus argumentos, en parte, en el hecho de que el delito de abuso de información privilegiada ha tenido poca aplicación en los países donde se ha optado por criminalizar esta práctica, pero ante tales argumentos Ferrandis y Martínez Garay, oponen el hecho de que, es bastante apresurado extraer de esta circunstancia la conclusión de que este delito es solo una manifestación del que se ha dado en llamar Derecho penal simbólico, pues, en ocasiones la inaplicación de algunos preceptos penales durante los primeros años de su existencia puede deberse a que se necesita un tiempo para que calen en la conciencia social y en la conciencia jurídica de los aplicadores del Derecho, y es al cabo de uno años cuando se va incrementando progresivamente su aplicación³⁷¹.

Para Vega, el delito de iniciados no parece ser una manifestación de la utilización exclusivamente simbólica de la norma penal, ya que a través de esta novedosa figura delictiva se protege un bien jurídico-penal colectivo esencial para el sistema económico de un país. La falta de aplicación del precepto no puede *per se* inducirnos a afirmar que dicho tipo penal es una muestra más de la función puramente simbólica o retórica de las normas penales, ya que, entre otras cosas, la inaplicación del art. 285 CP puede deberse a varios factores, verbigracia, la escasa formación de los operadores jurídicos en materia bursátil, la complejidad de las operaciones bursátiles, la falta de medios técnicos necesarios para el descubrimiento del delito o la existencia de sanciones administrativas que induzcan al Juez a considerarlas suficientes frente un eventual uso o suministro de información privilegiada. Vega no comparte el parecer de cierto sector, que al incriminar penalmente las operaciones de iniciados el legislador haya estado pensando en la función retórica de las normas penales, sino que ha tenido en cuenta la afectación que estas conductas han ocasionado en otras plazas bursátiles que ya establecían sanciones administrativas y que, sin embargo, no parecían ser suficientemente disuasorias³⁷².

³⁶⁹ *ibid.* 221.

³⁷⁰ Monteiro, O delito de Uso de Informação Privilegiada: contexto, evolução e bem jurídico, 222-223.

³⁷¹ Ferrandis, Tratamiento penal del abuso de información privilegiada en el mercado financiero, 170.

³⁷² Vega, El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, 49.

2.2. Posturas en favor de la criminalización del delito de abuso de información privilegiada.

En un sistema económico en el que se han multiplicado el número de ahorradores y los demandantes de dinero, los mecanismos de conexión entre unos y otros se han ido haciendo, por exigencia de las circunstancias, progresivamente complejos, y por ello mismo necesitados de una regulación que garantice la existencia de un mercado de capitales que cumpla de manera eficaz sus funciones, entre las que destaca la de asignar fondos líquidos duraderamente disponibles entre las alternativas opciones de financiación de procesos productivos concretos³⁷³.

2.2.1. Crítica a la tesis sobre los beneficios que trae aparejado el uso de información privilegiada en el mercado de valores.

Hay quien ha cuestionado que se tengan que castigar este tipo de conductas considerando que, al fin y al cabo, quienes tienen dichas informaciones y las utilizan en provecho propio lo único que hacen es usar la posición competitiva ventajosa que le correspondía para obtener un beneficio, algo que no solo no alteraría el correcto y eficaz funcionamiento del mercado, sino que entendería lo favorecería al fomentar la competencia beneficiando a los más hábiles o capacitados de entre quienes participan en ellos frente a los que no lo son³⁷⁴.

Sin embargo, y frente a esta visión idealizada del “libre” mercado, carente de reglas y cortapisas, parece incuestionable que si lo que el Estado quiere conseguir, mediante la creación y regulación de los mercados financieros, es que quienes acuden a ellos, para obtener financiación, cuenten con el máximo capital posible para realizar sus actividades, mantener unos en los que abiertamente se permita y admita que no todos los intervinientes en su seno jueguen con las mismas posibilidades, previsiblemente llevaría a que todos o la mayor parte de los que parten en inferioridad, (como sucede, por ejemplo, con los informativamente “no iniciados”), opten por abstenerse de participar en tales entornos; provocando así una restricción de la inversión y, por tanto, también de la financiación que en modo alguno interesa ni al Estado ni a las empresas que acuden a los mercados financieros a buscar los capitales que requieren para realizar su actividad³⁷⁵.

En su obra clásica *Insider Trading and the Stock Market (1966)*, Manne aclara la distinción fundamental del tema para economistas y juristas, destacando que, para los abogados, las preguntas reflejan la visión secular del problema en el contexto de un proceso, en el ámbito de la resolución de disputas entre dos personas. Así, en su opinión, cuando abogados, jueces y profesores de derecho se enfrentan a cuestiones de amplias consecuencias económicas y sociales, tienden a abordar el tema teniendo en cuenta dichas relaciones individuales y, por lo tanto, su aceptación o rechazo de una práctica particular reflejará su noción de la equidad de la transacción simplemente desde el punto de vista de las dos personas involucradas. Para un economista, sin embargo, la situación rara vez se reduce a una cuestión de equidad en la transacción entre individuos, ya que no son expertos en cuestiones de

³⁷³ Faraldo, Algunos aspectos del delito de uso de información reservada, 54.

³⁷⁴ Galán Muñoz, Manual de Derecho Penal Económico y de la Empresa, 202.

³⁷⁵ Ibidem.

moralidad individual. Según Manne, el economista, al analizar el tema del uso de información privilegiada, se preguntará cómo se ven afectados financieramente todos los accionistas por esta práctica, si resulta en una asignación de recursos adecuada y si la ganancia para quien utiliza información privilegiada refleja un beneficio monopólico³⁷⁶.

Por lo tanto, Manne, utilizando herramientas de análisis económico, defiende la práctica del uso de información privilegiada en el mercado de valores, afirmando que esta práctica tiene la capacidad de generar beneficios sustanciales sin causar daños significativos. Para ello, emplea tres argumentos básicos: a) no existe una teoría coherente que explique la regulación del uso de información privilegiada; b) esta práctica no causa daños significativos a los inversores corporativos; c) el uso de información privilegiada para negociar acciones constituye el mecanismo de compensación más apropiado para los ejecutivos de grandes corporaciones³⁷⁷.

Por lo que, para Henry Manne, desde un análisis económico y “ampliando la perspectiva” que los tratadistas del derecho podrían tener sobre tópicos, aboga por el uso de información privilegiada arguyendo que tales prácticas, lejos de perjudicar a los inversionistas y al mercado mismo, supondrían verdaderos incentivos empresariales para las corporaciones que intervienen en la dinámica de las operaciones bursátiles.

Sin embargo, con relación al *insider trading* como incentivo a la labor empresarial, la doctrina sostiene con razón que se trata de un mecanismo insuficiente dado su carácter ocasional y a la dificultad de identificar a los verdaderos responsables del éxito de la empresa, pues los resultados obtenidos por la sociedad no dependen generalmente de la actuación personal de una sola persona, sino del esfuerzo colectivo de los diversos colaboradores de la misma y, además, para tales fines existen otros mecanismos más idóneos, verbigracia, la posibilidad de hacer carrera o de obtener altas cuotas de poder. Además, en la práctica se ha demostrado que el uso de información privilegiada es realizado por sujetos que en modo alguno contribuyen con el desarrollo de la empresa ni forman parte del grupo de emprendedores, verbigracia, los *tippees* (sujetos a quienes se les recomendó o suministro información privilegiada). A esto hay que añadir que la posibilidad de utilizar información privilegiada no sólo sería permitida cuando se produzcan resultados positivos para la empresa, sino también cuando hubiera resultados negativos, como, por ejemplo, la existencia de pérdidas³⁷⁸.

Por último, se argumenta, por un lado, que este mecanismo de incentivación induciría a que los directivos o altos cargos ocuparan gran parte de su tiempo a la búsqueda de negocios que les procurasen beneficios personales, descuidando así los intereses de la sociedad y, por otro, de que la permisibilidad de las prácticas de iniciados podrían inducir a los directivos a realizar transacciones más arriesgadas de las que los accionistas estarían dispuestos a realizar, de manera que, si las negociaciones tuvieran éxito los *insiders* saldrían beneficiados, mientras que si las operaciones fracasaran, los perjuicios recaerían sobre los accionistas³⁷⁹.

³⁷⁶ Monteiro, O delito de Uso de Informação Privilegiada: contexto, evolução e bem jurídico, 28.

³⁷⁷ Monteiro, O delito de Uso de Informação Privilegiada: contexto, evolução e bem jurídico, 28.

³⁷⁸ Vega, El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, 43.

³⁷⁹ *Ibid.* 43-44.

2.2.2. Pérdida de inversión debido a la afectación de los principios de equidad, transparencia y divulgación inmediata de la información que afecta la confianza en el mercado.

La confianza de los inversores en el mercado de capitales es esencial para su funcionamiento: no basta con difundir toda la información que pueda afectar a los precios de los valores. Es necesario, además, que los agentes que operan en él lo hagan de forma transparente, justa y correcta, y que todos los participantes, especialmente los inversores, confíen en este orden de justicia y honestidad. Se trata de garantizar la confianza de los inversores en la integridad del mercado. Sin ella, los inversores terminan abandonando el mercado de capitales y optando por invertir sus activos en otros mercados³⁸⁰.

Resulta indispensable garantizar en todo momento la confianza de los inversores para el correcto funcionamiento del mercado. En apoyo de este planteamiento se expresa la siguiente constatación: en la medida en que se conocen casos de personas que teniendo acceso a información relevante (sea en virtud de su posición en un ente emisor, de su participación en el capital de éste o de su profesión, cargo u oficio) se aprovechan de ésta, realizando operaciones de compra o venta de títulos a los que se refiere dicha información, antes de darse a conocer la misma a la generalidad del público inversor, obteniendo con ello injustamente beneficios o evitando pérdidas, la consecuencia es que los ahorrantes vayan perdiendo confianza en el mercado de valores como alternativa al sistema bancario. En tales circunstancias llegan menos inversores al mercado de valores y otros tantos lo abandonan, viéndose mermado un factor clave para su óptimo funcionamiento³⁸¹.

Legítimamente los inversores aspiran a recibir un trato igualitario al momento de decidir invertir, lo que incluye disponer de la misma información que los demás operadores -bien que manifiestamente debe tener carácter público-, de manera tal que basta con que un solo operador cuente con un *plus* de información respecto del resto, para que la igualdad de condiciones en el mercado de valores y, en consecuencia, la confianza de los que participan en éste, se vaya desvaneciendo paulatinamente. Dañada esta confianza, finalmente, se verá afectado el funcionamiento del mercado. Por ello me parece sensato entender que la confianza de los inversores en el mercado de valores constituye la *ratio legis* del delito tratado³⁸².

En ese sentido, uno de los pilares sobre los que descansa el Derecho del mercado de valores es el principio de *full disclosure* o plena transparencia informativa (sancionado por las Leyes norteamericanas de valores, la *Securities Act* de 1933 y la *Securities Exchange Act* de 1934 (aprobadas como respuesta al crash de 1929 y a la Gran Depresión) y acogido después por todos los ordenamientos, si bien en la actualidad no en todos ellos tiene el mismo alcance), por cuya virtud los emisores están obligados a hacer pública toda la información que pueda ser relevante para el precio

³⁸⁰ Philippe Alves Do Nascimento, Insider Trading e Direito Penal. Análisis do artigo 27-D N ° 6.385/1976 a partir do Direito Penal Econômico (Sao Paulo: Tirant Lo Blanch, 2023), 28-29.

³⁸¹ Oliva, El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores: análisis crítico de la regulación contenida en la Ley N° 18.045, 10-11.

³⁸² Ibid. 11.

de los valores o instrumentos financieros. Se trata de un principio (integrado hoy por distintas piezas) que se asienta en la idea de que un inversor racional, conocedor de las ventajas y los riesgos de las distintas ofertas, elegirá la que le proporcione más rentabilidad³⁸³.

Para que los mercados secundarios puedan cumplir la función de asignar recursos (el ahorro) a las inversiones es necesario que concurren determinados requisitos. El primero de ellos, y fundamental, es la disponibilidad de toda la información que pueda afectar, de alguna manera, al precio (cotización) de los valores o instrumentos financieros. Debe recordarse, a este respecto, que los bienes que se negocian en los mercados de valores, y a través de los cuales se vehiculiza la asignación o redistribución de los recursos desde el ahorro hacia la inversión, son bienes que no tienen valor por sí mismos. A diferencia de los productos tangibles, los valores negociables o instrumentos financieros no tienen un valor intrínseco; su valor procede de los derechos que otorgan a su titular sobre los activos y ganancias del emisor o del poder de voto que los acompaña (como se ha indicado de forma bastante expresiva, son bienes de segundo o ulterior grado). Esta peculiar naturaleza de los valores negociables o instrumentos financieros exige contar con especiales dosis de información³⁸⁴.

En consecuencia, conforme al principio de divulgación inmediata de informaciones relevantes para las cotizaciones es uno de los principios informadores de todo mercado bursátil, por lo que las operaciones con información privilegiada podrían incidir negativamente en esta faceta del mercado de valores, ya que al permitirse a los iniciados traficar con información privilegiada, ello sería un incentivo para retrasar la divulgación de dicha información hasta que los *insiders* hubiesen obtenido ventajas económicas, de manera que las prácticas de iniciados actuarían como un mecanismo ralentizador en el proceso de difusión de la información y de su incorporación en los precios, lo que a la postre incidiría negativamente en la eficiencia alcativa del mercado. Además, se argumenta que la percepción de que la información sobre los emisores de títulos valores no es accesible inmediatamente provocaría en todo caso una reducción en el precio de los valores de éstos³⁸⁵.

La decisión de comprar o vender un valor negociable o instrumento financiero requiere disponer de información fiable sobre los asuntos, tales como la condición financiera del emisor, los productos emitidos, el órgano de administración y la situación legal y competitiva del emisor, entre otros, que puedan incidir en su valor. Con estos datos, el inversor puede intentar una estimación razonable del valor (precio) del haz de derechos que le confiere el valor negociable o instrumento financiero. La disponibilidad de toda esa información es, pues, esencial para la correcta formación de los precios. Esto es, para la valoración de esos bienes de segundo o ulterior grado y su correspondencia con el valor real de los mismos; y, en consecuencia, para el adecuado funcionamiento de un mercado al que se confía la selección de las inversiones más rentables o valiosas y la correcta asignación de los recursos para la financiación empresarial³⁸⁶.

³⁸³ Martínez, Los Fundamentos de la Prohibición del Abuso de Mercado, 32.

³⁸⁴ *Ibid.* 31.

³⁸⁵ Vega, El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, 44.

³⁸⁶ Martínez, Los Fundamentos de la Prohibición del Abuso de Mercado, 31-32.

La transparencia informativa total exige la disponibilidad de toda la información que pueda afectar al precio (cotización) de los valores. Esto se debe a que existe un flujo de datos informativos entre los participantes del mercado de capitales (empresas, accionistas, inversores y demás entidades involucradas), esencial para su funcionamiento y finalidad. La disponibilidad y el contenido de esta información desempeñan un papel fundamental, sobre todo para los inversores, permitiéndoles tomar decisiones sobre la asignación de sus recursos. Los valores que se negocian en el mercado de capitales son activos que no tienen valor intrínseco, ya que, a diferencia de los bienes tangibles, carecen de él. Su valor deriva de los derechos otorgados a su titular sobre los activos y las ganancias de la empresa emisora o del poder de voto que los acompaña. La decisión de comprar o vender un valor requiere que el inversor disponga de información amplia y fiable sobre el mismo³⁸⁷.

Existe una relación riesgo-rentabilidad. A su vez, el precio y la liquidez son factores determinantes para la eficiencia del mercado: cuanto más preciso sea el precio y más líquido el mercado, mayor será su eficiencia, y los precios incorporarán rápidamente toda la información disponible (eficiencia informativa). Mediante un régimen de transparencia y disponibilidad de toda la información relativa a la empresa emisora y su reflejo en los precios, el mercado asigna los recursos disponibles a las inversiones más rentables, logrando así una eficiencia asignativa. Por todo ello, se afirma que el mercado de capitales es, esencialmente, un mercado de información. El principio de información completa es fundamental para el funcionamiento del mercado de capitales.³⁸⁸

De esta manera, la puesta a disposición del público inversor de toda la información relativa al emisor o a los valores o instrumentos financieros es un instrumento imprescindible para la correcta formación de los precios y para la asignación del ahorro a las inversiones que generan mayor riqueza. A través de la disponibilidad de toda la información y su reflejo en los precios (eficiencia informativa) el mercado asignará el ahorro a las inversiones más rentables (para lograr lo que se conoce como eficiencia alocativa). Esto es, la eficiencia informativa conducirá a la eficiencia alocativa de los mercados. Se entiende así la preocupación del legislador porque los precios (las cotizaciones) reflejen el verdadero valor de los valores negociables o instrumentos financieros³⁸⁹.

Considerado como un argumento macroeconómico, se alega que el *insider trading* lesiona la confianza de los inversores en el mercado de valores, lo que podría dar lugar a una retractación del mismo, pues el inversor que no confía en determinada plaza bursátil evita participar en ella, lo cual repercutirá negativamente, por un lado, en el funcionamiento del mercado de valores, al punto de poner en peligro su propia subsistencia y, por otro, en el sistema económico del país (daño colateral)³⁹⁰.

Si a ello se le suma que la admisión del uso de informaciones privilegiadas, previsiblemente, llevaría a quienes las tuviesen tratasen normalmente de usarlas el máximo tiempo posible con la finalidad de

³⁸⁷ Alves, *Insider Trading e Direito Penal*, 28

³⁸⁸ *Ibidem*.

³⁸⁹ Martínez, *Los Fundamentos de la Prohibición del Abuso de Mercado*, 33-34.

³⁹⁰ Vega, *El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores*, 44-45.

sacar el mayor rédito a su privilegiada posición, con lo que las mantendrían en secreto todo lo que pudieran provocando así una evidente pérdida de transparencia informativa en los mercados que impediría que fuesen eficientes y precisos a la hora de determinar los precios de los valores que se negociasen en su seno, se pone de manifiesto que el Estado no solo no debe permitir, sino que ha de prohibir y perseguir la realización las conductas de las que venimos hablando³⁹¹.

Como apunta la doctrina, el mercado de valores “tiene la tarea de satisfacer las necesidades de capital de la economía”. De ahí, su consideración como interés económico general, globalizado y propio de la denominada sociedad de la información. El funcionamiento del mercado de valores depende de la voluntad de los ciudadanos (inversores privados y otros sujetos institucionales) de invertir dinero en él. Y esta inversión presupone un elemento esencial como es la confianza en el buen funcionamiento de los mercados de capitales. En esta medida, se hace necesaria una regulación que trate de impedir la retirada de los inversores debido a riesgos existentes o potenciales. En otras palabras, se trata de regular de una manera con la que también se garantice la seguridad de los activos de los sujetos inversores³⁹².

Por lo tanto, se puede concluir que el mercado de capitales desempeña funciones económicas muy específicas, al servicio de los intereses de los agentes involucrados. Posee una capacidad funcional particular. Esta amplia capacidad del mercado de capitales se puede comprender a partir de su subdivisión en: a) capacidad funcional institucional; b) capacidad funcional operativa; y c) capacidad funcional asignativa. La capacidad funcional institucional permite el mayor y más libre acceso posible para las empresas emisoras, así como la mayor amplitud posible de oferta y demanda por parte de los inversores: a mayor oferta y demanda, mayor liquidez, lo que significa que se dirige cada vez más capital disponible al mercado de capitales, beneficiando mutuamente a los agentes económicos³⁹³.

La capacidad operativa permite a las empresas emisoras obtener financiación y a los inversores obtener mejores rendimientos a un menor coste. En el mercado de capitales, los costes de emisión de un valor por parte de una empresa, así como el rendimiento que obtiene el inversor por el coste de compraventa de dicho valor, deberían ser más ventajosos. La capacidad funcional asignativa se refiere a la eficiencia del mercado de capitales en la asignación (convergencia) del capital disponible (patrimonio) de los agentes con superávit a inversiones que ofrecen los mayores rendimientos con la seguridad suficiente, necesaria para financiar a los agentes con déficit. Esta es la función económica

³⁹¹ Galán, Manual de Derecho Penal Económico y de la Empresa, 202-203.

³⁹² Raquel Montaner Fernández, Accesoriadad, regulación y derecho penal económico. Una propuesta de teorización desde la regulación del Insider Trading y de la Corrupción Privada (Valencia: Tirant lo Blanch, 2024), 227-228. Al respecto la precitada autora, expresa igualmente, desde la perspectiva de su propio derecho que, La regulación que existe en torno al mercado de valores y, en concreto, respecto de las actuaciones de abuso de información privilegiada, es una buena muestra no solamente del denominado proceso de “europeización de la disciplina penal del sistema financiero”, sino también de lo que constituye un ámbito en el que la intervención y la cooperación público-privada resulta imprescindible. De hecho, desde el origen de los mercados o bolsas de valores, se ha puesto de manifiesto una cierta tensión entre la más o menos intervención del Estado y la correspondiente más o menos intervención del sector privado.

³⁹³ Alves, Insider Trading e Direito Penal, 29.

primordial del mercado de capitales en el contexto de una economía de mercado. El mercado de capitales debe promover la asignación óptima de recursos³⁹⁴.

2.2.3. Garantiza el eficiente funcionamiento del Mercado de Valores.

El Derecho del mercado financiero, como Derecho autónomo, agrega la eficiencia como elemento cualitativo (en especial, la eficiencia informativa, aunque no sólo) para prevenir las desigualdades informativas. Así, un mercado de valores es eficiente, si el proceso de incorporación de la información a los precios es suficientemente rápido para impedir que un iniciado pueda obtener beneficios anómalos. Esto es, superiores a la media resultante de su conocimiento privilegiado de informaciones no públicas³⁹⁵.

Ahora bien, esta visión (estática) de la eficiencia se completa con otra dinámica, que no sólo analiza el resultado, sino también los mecanismos a través de los que las nuevas informaciones resultan embebidas en los precios y el tiempo que se invierte para ello (eficiencia relativa). Por ello, es necesaria la prohibición del insider trading para lograr la eficiencia alcativa (distributiva), una de las funciones prístinas del mercado de valores, siendo su presupuesto la **eficiencia informativa**³⁹⁶.

Ahora bien, el modelo teórico del mercado de competencia perfecta requiere cuatro condiciones: homogeneidad del producto transado; pequeño tamaño relativo de los participantes; completa movilidad de todos los recursos, **y conocimiento completo y generalizado de los datos económicos relevantes**. Más aún, en su sentido más puro, la competencia perfecta requiere que **todas las unidades económicas tomadoras de decisiones tengan un conocimiento preciso del futuro, así como del pasado y del presente** (Edwin Mansfield)³⁹⁷.

No obstante, para que los mercados de valores puedan cumplir su cometido (de canalizar el ahorro hacia las mejores inversiones), no basta con la difusión pública de toda la información que pueda afectar a los precios de los valores; no es suficiente con que los mercados sean transparentes; es necesario también que los sujetos o entidades que actúan en ellos obren de forma limpia, leal o correcta; porque, si no lo hacen de esa manera, los inversores (al menos los pequeños) acabarán abandonando los mercados de valores y dando otro destino a sus ahorros³⁹⁸.

En atención a ello, Américo Bianchi, citando a Samuelson, indica que, se han enumerado las siguientes condiciones del mercado de capitales perfecto: i) mercados "sin fricción" (sin costos de transacción, ni impuestos, con activos perfectamente divisibles y transables, y ausencia de regulaciones limitativas del acceso al mercado); ii) **competencia perfecta en los mercados de productos y de títulos valores**: en los mercados de valores esto significa que todos los participantes

³⁹⁴ Alves, Insider Trading e Direito Penal, 29.

³⁹⁵ De la Rosa, Operaciones con Información Privilegiada y Mercado de Valores, 32-33.

³⁹⁶ *ibidem*.

³⁹⁷ Roberto Américo Bianchi, Régimen de la Transparencia en la Oferta Pública (Buenos Aires: Zavalia, 1993), 19.

³⁹⁸ Martínez, Los Fundamentos de la Prohibición del Abuso de Mercado, 34.

son "tomadores de precios"; iii) **la información no tiene costos y es recibida simultáneamente por los participantes**; iv) todos los individuos maximizan racionalmente la utilidad esperada³⁹⁹.

Por ello, otro de los objetivos fundamentales a los que se dirige el Derecho del mercado de valores, seguramente el más claramente determinante de su nacimiento, y que quizás no ha sido suficientemente destacado (o, al menos, no, con la misma intensidad que la *full disclosure* o divulgación completa), es la consecución de mercados justos y honestos. Esta fue una de las metas principales perseguidas con la promulgación de la SEA estadounidense y con la creación de la Autoridad de Valores (Securities and Exchange Commission: SEC): se pretendía tutelar los intereses públicos afectados por las transacciones sobre valores y por las prácticas manipulativas concurrentes en ellas y asegurar el mantenimiento de mercados justos y honestos (the maintenance of fair and honest markets)⁴⁰⁰.

En ese sentido el fundamento de la prohibición del delito de iniciados se ha orientado por considerar que la razón de ser de la prohibición del uso de información privilegiada es el interés público, el daño que dichas conductas causan al propio mecanismo institucional del mercado. En el derecho comunitario europeo, se circunscribe a esta ide, justamente en la Directiva del Consejo de 13 de noviembre de 1989 sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada (89/592/CEE), que indica con gran claridad la forma en que estas operaciones afectan al mercado. En efecto, tras destacar la importante función que desempeñan los mercados de valores en la financiación de las empresas y, consecuentemente, la necesidad de adoptar las medidas precisas para garantizar su correcto funcionamiento, esta norma europea señala que el bien que se ve afectado de forma negativa por el uso de información privilegiada es la confianza de los inversores en los mercados de valores, la cual constituye (como se ha visto) un requisito imprescindible para el buen funcionamiento de dichos mercados. De esta manera, las operaciones con información privilegiada perjudican el buen funcionamiento del mercado⁴⁰¹.

Así, tal como indica Gómez Iñiesta, los intereses generales que se protegen a través de la prohibición del delito de iniciados son en realidad los representados por la economía del país. El motivo de esta representación es el hecho de que el país no puede funcionar satisfactoriamente sin una economía

³⁹⁹ Bianchi, Régimen de la Transparencia en la Oferta Pública, 1 y 2.

⁴⁰⁰ Martínez, Los Fundamentos de la Prohibición del Abuso de Mercado, 36. Expresa la autora, que la prevención de la manipulación de mercado, del fraude y del engaño fue así uno de los principales objetivos de las Leyes de valores norteamericanas de 1933 y 1934; llegando a afirmarse que la sección 9 (a) (2) de la última, que prohibía la manipulación, fue el "*very heart of the Act*". Parece ser que el Presidente Roosevelt y el Congreso tenían dos preocupaciones fundamentales a las que pretendían dar respuesta: la primera, que los inversores habían sido engañados por la manipulación generalizada de los mercados. Y, la segunda, que la Gran Depresión se había visto agravada por la falta de confianza de los inversores para volver a los mercados tras el *crash*, lo que había mermado las posibilidades de las empresas para reunir capital. La regulación de valores era, pues, precisa para eliminar las prácticas abusivas y promover mercados *fair and honest* (*maintenance of the integrity of the national securities markets*) y para restaurar la confianza de los inversores en ellos.

⁴⁰¹ Martínez, Los Fundamentos de la Prohibición del Abuso de Mercado, 46-47.

sana, y la economía no puede ser sana sin la existencia de una Bolsa de Valores activa y en la que todos los inversores puedan llevar a buen término sus decisiones de inversión o desinversión⁴⁰².

La Bolsa, constituye en los Estados democráticos uno de los principales instrumentos de gobierno para decidir la política económica, por su incidencia en sistema económico, por las medidas coyunturales adoptadas y las acaloradas polémicas que genera el intervencionismo estatal en este ámbito. Así, la economía y la Bolsa se convierten en dos variables interdependientes sometidas a las mismas leyes, pero no del todo sincronizadas, cumpliendo el mercado de valores una función económica muy importante. Por tanto, un delito de información privilegiada puede resultar lesivo a los intereses económicos generales por el impacto que tiene en la Bolsa⁴⁰³.

En los tiempos actuales, constituye una idea generalizada, recordada constantemente por el propio legislador, la de que los mercados de valores constituyen una pieza fundamental del sistema económico y un instrumento esencial para el crecimiento económico y para la creación de empleo⁴⁰⁴. Baste recordar, a estos efectos, que la función de los mercados primarios es canalizar el ahorro hacia la inversión productiva (esto es, desplazar los recursos de quienes disponen ellos y están dispuestos a entregarlos a quienes los necesitan para sus actividades económicas o de otra naturaleza, ofreciendo así financiación a los agentes económicos), en tanto que la de los secundarios es proporcionar liquidez a las inversiones realizadas; es decir, permitir al tenedor de valores o instrumentos financieros desinvertir y recuperar el dinero, sin afectar a la disponibilidad del capital por la entidad emisora, puesto que, en lugar del inversor inicial, entrará otro nuevo⁴⁰⁵.

Los mercados primarios y los secundarios están interconectados: la función de liquidez (y, a la postre, de redistribución de los capitales) que proporcionan los mercados secundarios es fundamental para el éxito de los primarios, puesto que los inversores estarán más dispuestos a adquirir valores en los mercados primarios si saben que, en caso ser necesario, pueden liquidar la inversión en los secundarios y recuperar el dinero invertido. Pero, al propio tiempo que esa función de liquidez, los mercados secundarios cumplen otra función fundamental, cual es la formación o creación de precios (fruto de la confrontación de la oferta y la demanda); lo que supone, en definitiva, la valoración de los bienes que se negocian en ellos y en los que se materializa la inversión realizada (los valores negociables o instrumentos financieros)⁴⁰⁶.

Por lo que, compartimos sin discusión alguna, la tesis sostenida por un amplio sector especializado de la doctrina, en tanto que, con la prohibición del delito de iniciados se protege la estructura del mercado y su eficiente funcionamiento. Así, comulgamos con la tesis sostenida por el prominente

⁴⁰² Monroy, El delito de abuso de información en el mercado de valores, 157.

⁴⁰³ Monroy, El delito de abuso de información en el mercado de valores, 157.

⁴⁰⁴ En el derecho comunitario europeo, nos dice Martínez Flórez, esto queda enmarcado, por ejemplo, códigos de la Directiva 2003/6 ó los del RAM y la DAM.

⁴⁰⁵ Martínez, Los Fundamentos de la Prohibición del Abuso de Mercado, 29-30.

⁴⁰⁶ *Ibidem*.

profesor Gómez Iniesta, la cual no podría llegar a ser más acertada, en la medida en que, para el precitado tratadista, el delito de abuso de información privilegiada, se traduce en un verdadero perjuicio a “la economía del país, a la propia estabilidad del mercado y, en general, al propio sistema”⁴⁰⁷.

3. Refuerzo de la protección penal existente del mercado bursátil salvadoreño para prevenir eventuales riesgos de fraude y manipulación del mercado.

El art. 35 de la Ley del Mercado de Valores de El Salvador establece que, “con la aprobación unánime de los directores, la sociedad emisora de valores podrá dar carácter reservado a hechos o antecedentes relativos a negociaciones pendientes, que de ser conocidas pudieren perjudicar su resultado y, en consecuencia, afectar el interés de la sociedad emisora...”.

Los accionistas o los administradores, según el caso, podrían dar carácter reservado hechos o antecedentes con el único propósito de aprovechar la ventaja que supondría tener información no hecha del conocimiento público, sin embargo, de la lectura del primer inciso se advierte que la norma está protegiendo los intereses del ente emisor y no los del resto de inversionistas, mucho menos los intereses del mercado, pues, expresamente dispone que, se trata de “...hechos o antecedentes relativos a negociaciones pendientes, que de ser conocidas pudieren **perjudicar su resultado y, en consecuencia, afectar el interés de la sociedad emisora...**” (El resaltado es nuestro).

Por lo que, la norma no va encaminada a proteger intereses de orden colectivo, ni el correcto funcionamiento del mercado, ni la confianza de los inversionistas, ni la igualdad de oportunidades en la negociación bursátil, sino más bien el bienestar del ente emisor, lo cual resulta alarmante puesto que, la escasa normativa que está dispuesta a controlar las prácticas de los iniciados o el abuso de información privilegiada no ha tenido en cuenta más daño que el que uso de tal información reservada le pueda causar a los intereses particulares del ente emisor.

La disposición se muestra ayuno de los daños que estas prácticas podrían provocar al mercado, lo cual justifica la necesidad de crear un marco normativo desde el orden penal tendiente a prevenir y sancionar los comportamientos que de manera más grave lesionen los intereses plurales imperantes en el mercado de valores de nuestro país.

Es preciso indicar en este punto, que, en cuanto al delito de abuso de información privilegiada, sin estar ayuno de la discusión dogmática que existe en la actualidad sobre cual resulta ser el bien jurídico tutelado, lo cierto es que, en el fondo la criminalización de estos comportamientos tiende a garantizar la estabilidad y el correcto funcionamiento de los mercados financieros, procurando prevenir prácticas en el uso de información reservada que generan graves alteraciones y distorsiones especialmente al mercado de capitales, lo cual termina repercutiendo sobre la confianza de los inversionistas y del resto de participantes de los mercados financieros, lo que, en última instancia, impacta en la eficiencia y el correcto desarrollo de la economía pública del país.

⁴⁰⁷ Monroy, El delito de abuso de información en el mercado de valores, 157.

Situación que viene agrava por los adelantos y avances tecnológicos que a un nivel vertiginoso ha experimentado la sociedad y la economía no solo de países desarrollados sino de países con economías emergentes o subdesarrollados como el caso de El Salvador, disrupciones tecnológicas que tienden a favorecer el apareamiento y la comisión de modalidades delictivas nuevas y más complejas. En ese sentido, García Sanz, ha sostenido que, los elementos que favorecen el *insider trading* en los mercados financieros y el mundo empresarial serán la complejidad de los mismos, la tecnología, el desconocimiento de la realidad y la mayor precisión requerida a las empresas, que las imposibilita ajustarse totalmente a ello, favoreciendo el progreso de prácticas criminales⁴⁰⁸.

El sistema financiero es la piedra angular de toda economía moderna, lo cual, por sí mismo nos hace advertir la necesidad de su protección. Dentro de sus elementos, como lo hemos mencionado a lo largo de este trabajo, se encuentra el mercado bursátil, mercado de valores o mercado de capitales, que permite a las personas, especialmente a los empresarios y al mismo Estado, que necesitan liquidez o capital, el poder acceder al mismo de una manera ágil y efectiva a través de la emisión y colocación de valores cotizables por medio de la bolsa de valores a efecto que aquellas personas que tienen el deseo de realizar inversiones y acrecentar las mismas puedan adquirir los instrumentos y valores cotizados, propiciando con ello la liquidez necesaria que los agentes deficitarios necesitan para realizar sus operaciones, ampliar las mismas, diversificarse, ampliar sus portafolios; y, en el caso del Estado, poder cumplir los fines para los cuales se ha constituido.

El rol del mercado de capitales en nuestro país al igual que en el resto del mundo, es de extrema relevancia, pues está orientado a satisfacer las necesidades de financiamiento de los agentes económicos que intervienen en la economía del Estado, sean estos públicos o privados. Lo que impacta en el crecimiento económico de un país, en la variación de los precios de los productos y servicios adquiridos por los consumidores (inflación), en la creación de nuevos empleos (o desempleo), en los desarrollos tecnológicos, en los avances médicos, y, por supuesto, en las políticas fiscales y monetarias del gobierno, prestación de los servicios públicos por parte del Estado, el abastecimiento de medicamentos, el sistema de salud, los programas de educación, entre otros.

De manera que, desde un punto de vista macroeconómico, resulta crucial dotar de toda protección al mercado de capitales, por cuanto, cualquier afectación, desequilibrio o distorsión podría afectar gravemente los intereses de orden colectivo, procurando garantizar que este mercado funcione “de la manera más perfecta posible”. En atención a ello, el Estado debe reducir al máximo posible todo margen de error, procurando dotar de la máxima protección posible a este mercado; si bien, aun no se ha tipificado como delito el abuso de información privilegiada, lo cual puede obedecer a la relativamente recién aparición de nuestro mercado de valores o al hecho que aún no se han registrado casos concretos de estas prácticas, lo cierto es que el Estado no puede especular en cuanto a estos escenarios, debe proteger al mercado antes que eventos catastróficos puedan afectar gravemente la economía pública del país.

⁴⁰⁸ Julio Cesar Vásquez Cañizares, “Subtipos agravados del delito de abuso de información privilegiada: análisis del artículo 285.2 del Código Penal”, Anuario Jurídico Villanueva, n.9 (2015): 95.

De ahí que, partir de lo establecido en el artículo 101 de la Constitución de la Republica de El Salvador, el Estado tiene el deber velar porque el orden económico de un país responda esencialmente a principios de justicia social, que tienda a asegurar a todos los habitantes del país una existencia digna del ser humano. En ese orden de ideas, el Estado debe velar por prevenir todas aquellas conductas o prácticas que podrían resultar nocivas para el eficiente desenvolvimiento socioeconómico del país, de tal manera que se respeten de la forma más categórica posible los principios inspiradores del libre mercado, tales como los principios de transparencia, el principio de igualdad de oportunidades, la lealtad en la competición, la buena fe, el justo equilibrio, la equidad, por mencionar solo algunos de ellos, y, todo, con el propósito de garantizar en todo tiempo el correcto funcionamiento del mercado.

Así, dentro de nuestra normativa infraconstitucional, encontramos una protección del mercado de valores, en primer término, a través del derecho administrativo, que es el área a la cual pertenece la regulación del funcionamiento financiero en general. En ese sentido, existe todo un entramado normativo tendiente a proteger al mercado de valores frente a eventuales y potenciales distorsiones del mercado, entre las que se encuentran la Ley de Supervisión y Regulación del Sistema Financiero del año dos mil once, la cual, en su considerando tercero, establece, “...*Que el funcionamiento transparente, eficiente y ordenado de los mercados financieros permite una adecuada asignación de los recursos canalizados a través del sistema financiero y requiere de las instituciones y entidades que lo integran, el cumplimiento de regulaciones prudenciales y de buenas prácticas de gestión de riesgo y gobierno corporativo, el adecuado manejo de potenciales conflictos de interés, **la divulgación de información relevante y la existencia de controles para evitar el uso indebido de información privilegiada**...*”. (El resaltado es nuestro).

De manera que, es de interés del Estado proteger los mercados financieros ante cualquier tipo de prácticas tendientes a distorsionar su correcto funcionamiento, entre las que expresamente se encuentra el abuso de información privilegiada, por lo cual, la vigilancia del mercado tal como lo establece el art. 1, de la precitada Ley de Supervisión y Regulación del Sistema Financiero, esta encomendado a la Superintendencia del Sistema Financiero, mientras que la atribución relativa a la emisión de las normas técnicas para su regulación, funcionamiento y protección esta encomendada al Banco Central de Reserva.

De hecho, dentro de las facultades que se le atribuyen a la Superintendencia del Sistema Financiero se encuentran las de “*vigilar que los integrantes del sistema financiero y supervisados realicen, según corresponda, sus negocios, actos y operaciones de acuerdo a las mejores prácticas financieras, para evitar el **uso indebido de información privilegiada y la manipulación del mercado***” (Art. 3 letra e), de la LSRSF), con lo cual, la referida autónoma es la entidad con la potestad para prevenir las prácticas de abuso de información relevante para las cotizaciones bursátiles.

Igualmente, es la entidad encargada de definir las políticas y criterios bajo los cuales efectuará la supervisión, correspondiéndole al Superintendente y a los Superintendentes Adjuntos realizar la consideración de factores de índole cuantitativo y cualitativo para valorar la idoneidad, adecuación y

eficacia de la gestión y control que realizan los supervisados, el manejo de conflictos de interés, la divulgación de información relevante y la existencia de controles para evitar el uso indebido de información privilegiada o reservada, tal como se desprende del Art. 31 inciso 2, de la LSRSF. Asimismo, corresponde a esta entidad, realizar un seguimiento permanente de los mercados financieros para identificar prácticas o conductas que podrían atentar contra su eficiencia y transparencia, aplicando las medidas pertinentes, conforme a la precitada disposición.

Por otra parte, es también una exigencia para los sujetos supervisados por la Superintendencia del Sistema Financiero, adoptar las medidas tendientes a prevenir el abuso del mercado mediante la utilización de información privilegiada. De tal manera que, conforme lo preceptuado en el Art. 35 letra c), de la LSRSF, sin perjuicio de otras obligaciones que les pudieran corresponder, los directores, gerentes y demás funcionarios que ostenten cargos de dirección o de administración en los integrantes del sistema financiero deberán conducir sus negocios, actos y operaciones cumpliendo con los más altos estándares éticos de conducta y actuando con la diligencia debida de un buen comerciante en negocio propio, estando obligados a cumplir y a velar porque en la institución que dirigen o laboran se cumpla con, la adopción y actualización de políticas sobre estándares éticos de conducta, manejo de conflictos de interés, uso de información privilegiada, prevención de conductas que puedan implicar la manipulación o abuso del mercado, así como el cumplimiento de principios, reglas o estándares en el manejo de los negocios que establezcan para alcanzar los objetivos corporativos.

Es de señalar, como ya se ha hecho antes, que la facultad para castigar las infracciones, que, en general, comporten un abuso del mercado y afecten su correcto funcionamiento corresponde a la Superintendencia del Sistema Financiero, tal como se desprende del Arts. 3 letra k), 4 letra i), 5 letra d), 19 letra g) y k), 22 Inc.1, 32 Inc. 3, y desde el Art. 43 hasta el Art. 72 de la referida Ley de Supervisión y Regulación del Sistema Financiero. No obstante, la tipificación de la infracción administrativa constitutiva de abuso de información privilegiada como lo hemos apuntado antes, se encuentra contenida en el Art. 35 de la Ley del Mercado de Valores, que anteriormente hemos citado, infracción la cual encuentra su castigo en el Art. 107 letra h, de la LMV.

Igualmente se establece una prohibición para las casas corredoras de bolsa en tanto, que, si bien deben proporcionar toda la información que resulte necesaria a sus clientes para la toma de decisiones en las negociaciones bursátiles, tienen prohibido comunicar aquella información que resulte reservada y la cual hayan tenido acceso conforme lo dispone en el Art. 65 letra h). En igual sentido se establece una prohibición a las denominadas Calificadoras de Riesgo, quienes deben guardar estricta confidencialidad respecto a la información reservada, que conozcan de las sociedades cuyos valores clasifiquen, y les afectarán las obligaciones y prohibiciones establecidas en el Artículo 35 de esta LMV salvadoreña, sin perjuicio de la información que deban dar por mandato legal.

Así, no cabe duda, que, por lo menos en lo que al derecho administrativo sancionador respecta, el uso de información privilegiada en las negociaciones bursátiles esta estrictamente prohibido y merece una categórica respuesta por parte de la Superintendencia del Sistema Financiero quien es la encargada

de sancionar este tipo de prácticas que atenta contra el correcto funcionamiento del mercado, la confianza de los inversores, la transparencia y equidad en el acceso a la información y la igualdad de oportunidades en las transacciones bursátiles.

Sin embargo, existe la necesidad de reforzar la protección que desde el derecho administrativo sancionador se le brinda al mercado de valores, dada su trascendental importancia dentro de la economía pública del país, sobre todo considerando que en El Salvador en las últimas tres décadas ha enfrentado fraudes financiero de tal magnitud que nuestra economía y la de las personas afectadas se han resentido profundamente, generando desconfianza generalizada en el sistema financiero por parte de los inversores, los ahorrantes y el público en general, afectando el crecimiento económico del país y afectando económicamente a miles de personas.

En ese sentido, se han pronunciado autores sobre la necesidad de prohibir todas aquellas prácticas que representen un peligro para el mercado y su correcto funcionamiento, invocando la necesidad de reforzar la protección que desde el derecho administrativo se brinda al mercado de valores. Así, por ejemplo, el prominente tratadista Zunzunegui Pastor, pregona que *la norma penal refuerza la norma administrativa y que, la responsabilidad penal se genera ante el incumplimiento de la norma administrativa en los supuestos más graves. El injusto penal tiene que ser al mismo tiempo un injusto administrativo. Lo cual ha llevado a algún autor a calificar la situación de pleonismo legislativo, pero la sanción penal resulta necesaria para reforzar la actuación de la autoridad administrativa para una mejor protección del mercado*⁴⁰⁹.

En semejante sentido se ha pronunciado García Sanz, al expresar que la protección penal del mercado de valores ha sufrido una evolución fruto de la adaptación a la normativa europea y a las nuevas formas de criminalidad. La crisis financiera ha demostrado que la legislación administrativa de inspección y control ha sido insuficiente o ineficaz y se evidencia la necesidad de reforzar penalmente los mecanismos mercantiles y administrativos⁴¹⁰.

Así, la tipificación expresa del delito de abuso de información privilegiada viene a garantizar una característica esencial que debe ostentar el mercado de valores y es que ninguno de sus participantes pueda ser tan importante como para influir en la libre formación de los precios, lo que implica que todos los inversores tengan igual acceso y sin coste alguno a la información relevante para tomar una decisión razonable. En consecuencia, la peligrosidad de estas conductas y los bienes jurídicos implicados justifican la necesidad de tipificar el delito de abuso de información privilegiada. No obstante, el Derecho penal deberá actuar frente a las conductas más graves, sin perjuicio de que la mayoría de los casos, conforme al principio de intervención mínima, se mantengan en el ámbito administrativo⁴¹¹.

⁴⁰⁹ Javier Wenceslao Ibáñez y José Luis Fernández Fernández, ed., *Ética y Mercado de Valores* (Madrid: Editorial Marcial Pons, 2002), 142.

⁴¹⁰ García Sanz, *El delito de abuso de información privilegiada*, 57.

⁴¹¹ *Ibid.* 60-61.

En principio han sido los países con mercados financieros más desarrollados y con mayor volumen de capital, los que principalmente se han encargado de la regulación de este tipo de conductas desde el orden penal, por excelencia como se ha visto anteriormente Estados Unidos ha sido pionero en las políticas y marcos regulatorios tendientes a castigar las prácticas de abuso de mercado incluidos los delitos de insider trading, delito de iniciados o de abuso de información privilegiada.

En Europa, como es sabido uno de los países que mejor ha adoptado un marco regulatorio en contra de las prácticas de iniciados es España, criminalizando el delito de abuso de información privilegiada desde 1995 (y en 1988 como infracción administrativa), Italia desde 1991, Alemania que desde 1994 ha venido adoptado un prolijo marco regulatorio en contra del delito de iniciados, Francia desde 1967, Suiza desde 1980, Gran Bretaña desde 1980, Suecia desde 1991 e Irlanda desde 1990. Estos son solo algunos de los países que forman la unión europea que, en respeto a su legislación de corte comunitario se han encargado de tipificar penalmente las conductas de abuso de información privilegiada con el objetivo de dotar de protección igualitaria al correcto funcionamiento de sus mercados financieros.

A pesar de ello, si bien han sido los países del denominado “primer mundo”, quienes se han preocupado de castigar penalmente a quienes cometen infracciones relacionadas con el abuso de información reservada o privilegiada, muchos otros países de nuestro continente se han sumado a la lucha y prevención de las practicas distorsionadoras del mercado que agravan las ya debilitadas economías de los países de Iberoamérica.

En Iberoamérica se han dado a la tarea de prevenir que escenarios catastróficos para sus mercados puedan llegar a suceder, penalizando determinados comportamientos que han sido encuadrados típicamente como abuso de información privilegiada, tal es el caso de Costa Rica, Chile, Perú y Colombia. De forma que, la labor de sancionar este tipo de comportamientos calificados como abuso de información privilegiada están dispuestos para la prevención eventual de manipulación del mercado, no se trata de esperar a que las conductas penalmente relevantes sucedan, sino de evitar su comisión y con ellos dotar de confianza y estabilidad al mercado y a la economía publica de un país.

No obstante, no cabe la menor duda que el desarrollo normativo que ha experimentado la protección de los mercados mediante la criminalización del delito de abuso de información privilegiada, en la Unión Europea ha sido notable y muy ejemplificativo. De manera que en el derecho comunitario europeo se ha comprendido muy bien la necesidad de dotar de protección a los mercados ante situaciones que perturben gravemente los mercados, siendo que mediante este sistema de derecho uniforme los países miembros de la comunidad europea han adoptado una serie de normativas comunitarias que los países han de adaptar a sus ordenamientos jurídicos internos, tendientes a tutelar sus mercados ante estos eventuales casos de abuso de mercado, que, naturalmente, incorporan la prohibición del delito de abuso de información privilegiada.

En ese sentido nos dice Montaner Fernández, cabe la necesidad de referirse, en primer lugar, al Considerando tercero de esta de la Directiva 2014/57/UE, cuyo tenor literal es el siguiente: *“El Grupo de Expertos de Alto Nivel sobre la Supervisión Financiera en la UE, presidido por Jacques de Larosière (“grupo de Larosière”), consideró en su informe de 25 de febrero de 2009 que un marco prudencial y de conducta sólido en el sector financiero debe basarse en unos regímenes de supervisión y sanción eficaces. A esos efectos, el grupo de Larosière consideró que las autoridades de supervisión deben disponer de potestades suficientes para actuar y que deben existir también regímenes de sanciones equitativos, rigurosos y disuasorios contra todos los delitos financieros, sanciones cuya ejecución debe ser plenamente efectiva, con el fin de preservar la integridad del mercado. El grupo de Larosière llegó a la conclusión de que los regímenes sancionadores de los Estados miembros son, por lo general, débiles y heterogéneos”*⁴¹².

De este Considerando no solamente se advierte la necesidad de promover o poner en alza la actuación de los organismos reguladores o de supervisión, sino que también se apunta hacia la necesidad de incorporar un régimen punitivo con mayor peso. De ahí que se entienda que el derecho penal deba adquirir protagonismo. De este modo, seguidamente, en el Considerando quinto de la Directiva 2014/57/UE se señala lo siguiente: *“Es esencial reforzar el cumplimiento de las normas sobre abuso de mercado previendo sanciones penales que demuestren una desaprobación social de carácter más severo frente a la que denotan las sanciones administrativas. La tipificación como infracciones penales de, al menos, las formas graves de abuso de mercado, establece unos límites claros que señalan los tipos de conductas que se consideran particularmente inaceptables, y transmite a la población y a los posibles infractores la enorme seriedad con que las afrontan las autoridades competentes”*⁴¹³.

Con ello, y sobre la base de consideraciones de prevención general (positiva y negativa), queda claro el impulso que desde Europa se quiere dar a la intervención penal en materia de abuso de mercado. Si bien con este Considerando se intenta mantener la aparente necesidad de respetar el principio de subsidiariedad del Derecho penal y, de ahí, hablar de delito cuando estemos en los supuestos más graves de abuso de mercado, creo que lo más relevante de este Considerando es cómo se destaca el papel de la intervención penal de los Estados miembros como refuerzo sancionatorio de la regulación administrativa existente⁴¹⁴.

En el Salvador, sin embargo, la única figura típica orientada directamente a la protección del mercado de valores ante ataques que supondrían una alteración grave del normal funcionamiento del mismo, es el delito de Agiotaje contemplado en el Art.236 del Código Penal, que se limita a castigar penalmente a todo aquel sujeto que divulgare hechos falsos, exagerados o tendenciosos o empleare

⁴¹² Montaner, Accesoriedad, regulación y derecho penal económico, 236-238.

⁴¹³ Ibid. 238-239.

⁴¹⁴ Ibidem.

cualquier artificio fraudulento que pudiese producir desequilibrio en el mercado interno de mercancías, salarios, valores o títulos negociables.

Sin embargo, la utilización de información reservada y relevante para las cotizaciones no es punible en El Salvador, pese a la necesidad real de una reforma penal que incluya su criminalización. Sobre todo, tomando en cuenta los catastróficos escenarios que el sistema financiero del país ha atravesado las últimas tres décadas, que, si bien han girado en torno al escenario del mercado de dinero, no se descarta que las formas de criminalidad lleguen, seguramente, más temprano que tarde, a afectar al mercado de valores y, por lo tanto, la economía pública del país.

Como bien sostiene Faraldo Cabana, la regulación del delito de abuso de información privilegiada es necesaria y, con ello, se logra llenar la laguna manifiesta en el ordenamiento jurídico penal, puesto que ni los delitos de falsedad documental, ni la estafa, ni las maquinaciones para alterar el precio de las cosas, así como tampoco la revelación de secretos permiten la incriminación de una gran parte de las modalidades de conducta del insider trading⁴¹⁵. Así como en el caso de El Salvador, tampoco resultan suficientes delitos como el de infidelidad comercial, revelación o divulgación de secreto industrial y el agiotaje para entender comprendidas las prácticas de abuso de información privilegiada que atentan contra un bien jurídico supraindividual y plural como es el caso del correcto funcionamiento del mercado de valores.

4. Complementariedad de la Protección Penal y Administrativa del Mercado de Valores.

En el derecho comparado en las legislaciones de países que han adoptado un marco normativo tendiente a tutelar sus mercados de valores frente a eventuales abusos y prácticas defraudatorias, la protección se asienta sobre un doble enfoque, por un lado, la sanción de tales prácticas viene recogida por el derecho administrativo sancionador; y, por otro lado, la protección se refuerza mediante la intervención del derecho penal, mediante la prohibición y castigo de las prácticas de abuso de mercado. De manera que, el mercado de capitales debe ser lo más perfecto posible y tal aspiración solo puede ser plausible si el derecho administrativo sancionador es complementado por el derecho penal, en función del principio de ultima ratio y fragmentariedad del ordenamiento jurídico, es decir, interviniendo en la prevención, persecución y castigo de aquellas conductas que representen un mayor grado de dañosidad para la integridad del mercado.

Se provee al sistema financiero de una doble protección mediante la prevención y castigo de las conductas lesivas al mercado de valores, a través de la sanción administrativa, pero al mismo tiempo ante las agresiones más graves y lesivas al mercado y su correcto funcionamiento, se prevé la sanción de índole penal. De tal suerte que ningún tipo de práctica que pueda afectar la integridad y eficiencia del mercado pueda llegar a tener lugar. Este ha sido particularmente el caso de España, que es la

⁴¹⁵ Faraldo, Algunos aspectos del delito de uso de información reservada, 52. Afirma, Faraldo Cabana, que la conciencia clara de la necesidad de reprimir estas conductas se une a la constatación de la dificultad de lograr su control, dado el soporte meramente oral de la mayor parte de las informaciones privilegiadas.

normativa modelo que hemos venido analizando a lo largo del presente trabajo, pues el abuso de información privilegiada viene siendo reprimido, por un lado, a través de la Ley del Mercado de Valores y, por otro lado, ante las agresiones más graves que cumplan los presupuestos previstos en los Arts. 285 y 285 bis del Código Penal español, se prevé el reproche más severo del ordenamiento jurídico, el reproche penal.

Ciertamente existe una innegable relación entre el derecho administrativo sancionador y el derecho penal económico, la cual no resulta ser menos que de complementariedad. De forma que, en la mayoría de los casos, es primero el derecho administrativo sancionador el que interviene fijando la infracción y su correspondiente sanción, teniendo intervención el derecho penal únicamente ante las infracciones más graves que lesionen o pongan en peligro los intereses jurídicamente relevantes para el ordenamiento jurídico, intereses elevados a la categoría de bienes jurídicos.

Así, por ejemplo, Nieto Martín, señala, que la Directiva 2014/17 exige la intervención del Derecho penal únicamente en los casos más graves, por lo que las sanciones administrativas continúan desempeñando un papel relevante en el abuso de mercado. La delimitación entre sanciones penales y administrativas se hace a través de tres circunstancias comunes a los art. 284. 2 y 3, y Art. 285: beneficio o pérdidas relacionados con la operación, volumen de la transacción y, como cierre, grave daño a la integridad del mercado. En realidad, las dos primeras especificaciones no son sino ejemplos típicos que intentan concretar este concepto absolutamente indeterminado. De este modo, y como vemos ambos delitos son delitos de resultado, que se cifra en la constatación de un grave impacto en la integridad del mercado⁴¹⁶.

La relación entre el derecho punitivo penal y el derecho administrativo sancionador, ciertamente, es una cuestión que ha captado gran interés de la doctrina penal contemporánea, sobre todo la dedicada al derecho penal económico. Este interés de los teóricos del derecho penal por las relaciones existentes entre el derecho penal económico y el derecho administrativo tiene razón de ser, por una parte, en el revitalizado conflicto entre ambas esferas del ordenamiento jurídico; y, por otro lado, en la denominada “administrativización del derecho penal”⁴¹⁷.

Entendiendo que el derecho penal ingresa, en muchas ocasiones, en ámbitos de intervención y regulación estatal, por ejemplo la tributación, lo que produce conflictos entre ambas esferas del ordenamiento jurídico y partiendo de la idea de que el derecho penal y derecho administrativo sancionador son ambas manifestaciones del *ius puniendi* estatal genérico (lo que ubica sus distinciones básicamente en el plano cuantitativo), la aplicación del *principio de intervención mínima*, relacionado con el *principio de subsidiariedad*, llevan a utilizar el derecho penal (parafraseando a FOFFANI) como “*instrumento de cierre del sistema de control*”. Esta utilización del derecho penal como “*instrumento de cierre del sistema de control*” supone en la praxis que en aquellos comportamientos

⁴¹⁶ De la mata, Derecho penal económico, 463-464.

⁴¹⁷ Caro, Derecho Penal Económico Parte Especial, 298.

en donde se aprecie una sobreposición de los ordenamientos penal y administrativo sancionador, el recurso al DP siempre será la *última ratio*⁴¹⁸.

Al respecto nos dice Salise Monteiro, que la intervención del derecho administrativo para regular y sancionar conductas que afectan a la vida cotidiana de los ciudadanos revela importantes consecuencias prácticas, como ya ha mencionado Tiedemann. Por otra parte, al no tener un carácter garantista como el derecho penal, las sanciones procedentes del ámbito administrativo resultan aún más gravosas para los ciudadanos debido a la autoejecución inmediata de las resoluciones administrativas, la transferencia de la carga de la impugnación al destinatario y el carácter suspensivo de los recursos. Esto llevó al Tribunal Constitucional español a afirmar la necesidad de aplicar los principios rectores del derecho penal, con ciertos matices, a la sanción del derecho administrativo (STC 246, del 19/12/1991)⁴¹⁹.

En cualquier caso, el derecho administrativo establece normas mínimas de conducta que deben observar todos los participantes del mercado de valores, además de definir elementos importantes propios del sector bursátil que servirán de base para la correcta interpretación del delito de tráfico de información privilegiada. Se trata de un área especializada que maneja conceptos y técnicas relevantes propios (hasta el punto de asistir al intérprete del derecho penal en su aplicación) y que, por lo tanto, merece una consideración adecuada dentro de la doctrina penal, dada su naturaleza integradora de los elementos normativos del delito. Así, la eficacia de la correcta aplicación del derecho penal depende, en gran medida, de la eficiencia de los órganos de supervisión y control administrativo, así como de la claridad de las normas administrativas que sustentan el sistema bursátil, que imponen el deber de información y aseguran la necesaria transparencia de las operaciones, a fin de garantizar la imprescindible idoneidad para atraer inversores al mercado de valores⁴²⁰.

4.1. La problemática relativa al Non Bis In Ídem.

El Art. 17 de la Constitución de la República de El Salvador, contempla la garantía fundamental del “Non Bis In Ídem” o prohibición de no doble juzgamiento, que es la prerrogativa fundamental de todo sujeto a no ser enjuiciado dos veces por la misma causa. Conforme a la disposición constitucional:

⁴¹⁸ Ibid. 297.

⁴¹⁹ Monteiro, O delito de Uso de Informação Privilegiada: contexto, evolução e bem jurídico, 109.

⁴²⁰ Ibid. 110. Para remarcar la profunda relación que existe entre ambas áreas del derecho, Salise Monteiro pone de manifiesto que, en una investigación empírica realizada sobre los procedimientos administrativos sancionadores juzgados por la CVM brasileña entre 2002 y 2013, se encontró que se juzgaron 34 casos relacionados con el uso de información privilegiada, lo que revela el siguiente contexto: la CVM juzga entre 2 y 4 casos de uso de información privilegiada por año; entre los 171 procesados en el período, 2/3 (114 procesados) provienen de agentes del mercado (inversores del mercado de valores o corredores de valores), 45 son internos (pertenecientes a entidades emisoras de valores) y 12 son externos (profesionales e instituciones sin vínculo directo con la empresa emisora y que prestan servicios relacionados con las operaciones o negocios que generan información privilegiada); la información sobre cambios en el control accionario, relacionados con la reorganización corporativa de las empresas, exclusión de la bolsa y recompra de acciones, representa 27 de los 34 casos juzgados (80% del número total de casos); del total de 171 imputados por uso de información privilegiada, 38 fueron sancionados y 133 absueltos; proporcionalmente, los más castigados fueron los imputados internos (11 condenas), mientras que entre los imputados de mercado hubo 91 absueltos (de los 114 imputados); las multas son las penas más aplicadas (31 casos), seguidas de las advertencias (5 casos) y la inhabilitación (2 casos).

“NINGUN ORGANO, FUNCIONARIO O AUTORIDAD, PODRA AVOCARSE CAUSAS PENDIENTES, NI ABRIR JUICIOS O PROCEDIMIENTOS FENECIDOS”.

En ese sentido, la prohibición viene constituida esencialmente por tres elementos: a) identidad de Sujetos; b) identidad de objeto; c) identidad de causa. Configurándose los tres elementos en el enjuiciamiento de una persona tendremos que se estaría infringiendo la prohibición constitucional de no someter a un proceso jurisdiccional dos veces a una persona por los mismos hechos o circunstancias por los cuales ya fue enjuiciada, desde todos los ámbitos del derecho, sea penal, administrativo, civil, mercantil, de familia, laboral o de la naturaleza que sea.

Al respecto surge la pregunta si existe incumplimiento a la prohibición de *non bis in ídem*, en los supuestos en que se pretenda la sanción de una persona desde el orbe del derecho administrativo sancionador y al mismo tiempo desde el ámbito de protección del derecho penal. Para el caso, Pineda Argueta, expresa que: *“resulta interesante preguntarse si la imposición de una sanción administrativa impide la imposición de una sanción penal y viceversa: esto es importante porque un mismo hecho esta sancionado dos veces con distintas sanciones; por ejemplo, en el Art.43 lit. b) de la Ley de Protección al Consumidor, se sanciona la venta de bienes o servicios a precios superiores de los ofertados o permitidos por la ley y ese mismo hecho, lo sanciona el Código Penal, calificándolo de delito, tipificado como venta a precio superior, según el Art.234 Pn. El anterior caso, es solo uno de los varios que existen en el ordenamiento jurídico salvadoreño*⁴²¹.

Continúa el precitado autor, citando la sentencia de la Sala de lo Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, pronunciada en el proceso de Amparo con referencia 231-98, de fecha 4 de mayo de 1999, indicando que: *“la jurisprudencia ha sostenido que no se pueden imponer dos o más sanciones por un mismo hecho, siempre que se aprecie identidad de sujeto, de hecho y de fundamento. La Sala lo Constitucional ha señalado que “Lo que este principio pretende cuando en términos generales se traduce en un derecho a no ser juzgado dos veces por la misma causa, (...), establecer la prohibición de pronunciar más de una decisión definitiva respecto de una pretensión; decisión que, por lógica, ataca a su contenido esencial afectando la esfera jurídica por una misma causa, entendiéndose por una misma causa, una misma pretensión, identidad de sujetos, e identidad de objeto o bien de la vida; identidad de causa, sustrato factico y fundamento jurídico; en armonía con la cosa juzgada y la litispendencia”*⁴²².

De lo cual, advertimos que en los supuestos que se siga un procedimiento administrativo sancionador contra una misma persona y simultáneamente se le esté procesando por una conducta constitutiva de delito en sede penal, cuyo fundamento factico sea el mismo en ambos casos, no habrá lugar a considerar la existencia de un doble juzgamiento, en virtud que, si bien se presenta una identidad de sujeto y de objeto (sustrato factico), no se configura una identidad de causa, por cuanto el fundamento

⁴²¹ Hugo Dagoberto Pineda Argueta, Derecho Administrativo Sancionador e Independencia Judicial en El Salvador (San Salvador: Aequus Editorial, 2015), 191.

⁴²² Ibidem.

jurídico sobre el que descansa la pretensión en el procedimiento administrativo y el fundamento en el que descansa el proceso penal, son completamente distintos. Así, pues, en el primero de los casos se pretende la sanción administrativa que puede incluir multas, inhabilitaciones, sanciones disciplinarias, suspensiones, indemnizaciones, destituciones, entre otras; mientras que, en el proceso penal se persigue la imposición de una sanción de distinta naturaleza como es el caso de la imposición de una pena privativa de libertad o la imposición de una medida de seguridad.

Por lo cual, en el ordenamiento jurídico salvadoreño no habría ningún problema en cuanto a la sanción que desde el derecho administrativo sancionador se podría llegar a imponer a los infractores de la norma administrativa, como es el caso del uso de información relevante y reservada para las cotizaciones bursátiles, cuya prohibición viene expresamente determinada por la Ley del Mercado de Valores salvadoreña (Arts. 34 Inc. 3, 35, 92 Inc. 3, y 107 letra h, LMV), así como en la Ley de Bancos (Art. 201 Inc. 2 de la L.B) y, que, al mismo tiempo, bajo el supuesto de llegar a criminalizar las agresiones más graves al correcto funcionamiento del mercado, se pueda llegar a sancionar a una persona penalmente por la comisión del delito de abuso de información privilegiada.

Ciertamente, la prohibición penal viene a constituir un verdadero refuerzo de la norma administrativa. En ese orden de ideas, Raquel Montaner, citando a Martínez Bujan, expresa que según una parte de la doctrina, aquí hay que tener en cuenta que los delitos que conforman el denominado Derecho Penal Económico *presuponen ya la existencia de un ilícito extrapenal (administrativo, tributario, civil, mercantil o laboral), con relación al cual el Derecho penal tiene la teórica misión de reforzar su tutela, sancionando como infracción penal los ataques más intolerables para los bienes jurídicos socioeconómicos implicados*. Esto, que de entrada se relaciona con los niveles de racionalidad ética y pragmática, que también es relevante en la dimensión jurídico-formal⁴²³.

Esta consideración del derecho penal como un mecanismo de refuerzo de las normas administrativas, ha hecho que, como señala la doctrina, cada vez se vaya acentuando más su dimensión preventiva (o regulatoria) frente a la retributiva-represiva que le es propia. Este cambio, conceptualizado inicialmente como administrativización del Derecho penal, comporta que más que la sanción de hechos individuales lesivos de bienes jurídicos individuales, el Derecho penal se ocupe cada vez más también de la “gestión de macroproblemas”. Desde esta perspectiva, se subraya, de nuevo, su naturaleza accesorio, en tanto que un derecho penal así configurado sirve principalmente de refuerzo a las estrategias de prevención de riesgos o, mejor, de prevención de contextos de riesgo ya delineados en el marco de otra clase de regulaciones⁴²⁴.

⁴²³Montaner, Accesoriedad, regulación y derecho penal económico, 170-171.

⁴²⁴ Ibid. 77-78.

5. Beneficios ante la adopción de una política criminal y marco normativo tendiente a la prevención y sanción de delitos que atentan contra el mercado de capitales como forma de generar confianza y atraer inversión en el sistema financiero salvadoreño.

Es de suma importancia garantizar la latencia en los mercados financieros, que se refiere a la capacidad de estos para preservar y mantener los valores, normas y estructuras fundamentales que garantizan su continuidad y legitimidad a lo largo del tiempo. A diferencia de la latencia en los sistemas financieros, que abarca la sostenibilidad institucional y regulatoria, en los mercados financieros este parámetro se enfoca en el mantenimiento de la confianza y las expectativas de los participantes mediante la perpetuación de prácticas justas, éticas y transparentes⁴²⁵.

Un aspecto esencial de la latencia en los mercados financieros es la perpetuación de valores como la transparencia, la equidad y la estabilidad, que sustentan la confianza de los actores en el sistema. La adherencia a estos principios es indispensable para evitar comportamientos especulativos o fraudulentos que puedan socavar la legitimidad de los mercados. Además, la latencia se manifiesta en la creación de marcos regulatorios sólidos que no solo respondan a crisis inmediatas, sino que también aseguren la continuidad de las buenas prácticas a largo plazo. Este enfoque en el mantenimiento de estándares éticos refuerza la resiliencia del sistema ante desafíos futuros⁴²⁶.

Entre los beneficios que se señalan al adoptar una política criminal y un marco penal orientado a la prohibición de las prácticas de abuso de información privilegiada, se encuentran la estabilidad que el mercado logra tener al garantizar un flujo constante de inversiones que permitan el financiamiento de los diversos sectores de la economía del país, pues en la medida en que se genera confianza en los inversionistas no solo se mantiene la inversión, sino que, el país se vuelve más atractivo para potenciales inversores nacionales y extranjeros.

Los organismos internacionales consideran los factores de riesgo de un mercado, en ese sentido, en la medida que en el Estado se adopten las medidas suficientes y necesarias orientadas a prevenir las prácticas que puedan alterar o distorsionar el eficiente funcionamiento de nuestro sistema financiero, particularmente el mercado de valores, la calificación del país mejora considerablemente abriendo las oportunidades de inversión.

En la medida que el mercado de valores se mantenga sano, la economía en general tendrá un desarrollo eficiente, pues la afectación de un eslabón tan importante dentro del sistema financiero traerá consigo repercusiones sistemáticas, por lo que, es de imperiosa necesidad que el Estado procure el bienestar del mercado de valores. En atención a ello, resulta procedente que realicemos un

⁴²⁵ Salazar, Derecho Financiero, 60.

⁴²⁶ Salazar, Derecho Financiero, 60. La latencia en los mercados financieros también se refleja en su capacidad para transmitir conocimientos y prácticas a nuevas generaciones de participantes. Los mercados financieros funcionan como instituciones que enseñan y refuerzan las normas necesarias para una participación eficaz. Este proceso incluye desde la educación financiera hasta la implementación de estándares tecnológicos, garantizando que los mercados evolucionen sin perder de vista sus fundamentos. Así, la latencia no solo asegura la sostenibilidad del mercado, sino también su adaptación a las demandas de un entorno financiero en constante cambio.

detalle de los beneficios trae aparejado el adoptar una política criminal y un marco normativo tendiente recoger desde el orden penal la prohibición de las prácticas de abuso de información privilegiada.

5.1. La confianza de los inversionistas como incentivo para el incremento de la inversión en El Salvador.

Como apunta Martínez Flórez, desde el punto de vista de su propio derecho (español), ha resultado imprescindible recuperar la confianza de los inversionistas en los mercados de valores para que volvieran a ellos y destinaran sus ahorros a la financiación de las empresas y contribuyeran al desarrollo económico, a la creación de riqueza y a eliminar el desempleo. Los dos instrumentos fundamentales dispuestos para ello fueron la prohibición y sanción de la manipulación, del fraude y del engaño en las transacciones sobre valores a cargo de una autoridad pública y la obligación de transparencia informativa por los emisores. Obligación de transparencia, que, por lo tanto, además de ser, como se ha visto, un elemento fundamental para la formación de los precios y, por su conducto, para alcanzar la eficiencia alcativa de los mercados, era también un medio apropiado para reducir el fraude y otras prácticas abusivas⁴²⁷.

Todo inversionista necesita un ambiente propicio para el potencial crecimiento de sus inversiones, esto es, que el mercado este provisto de un ambiente de competitividad libre de prácticas desleales o deshonestas, es decir, contrarias a la equidad y al correcto ejercicio del comercio. Ningún inversor quiere invertir en un mercado desprovisto de mecanismos que regulen de forma eficiente la forma en que los participantes habrán de operar, por lo cual, se requiere la certeza de procedimientos bien definidos, que delimiten las facultades y obligaciones de los operadores en las transacciones financieras.

Con ello, no queremos decir que es obligación del Estado garantizar el éxito de los inversionistas en el mercado de valores, pues las condiciones que se presentan en la negociación bursátil están sometidas a una dinámica de imprevistos propios del mercado, situaciones que escapan del control de cualquier persona, donde el riesgo de pérdida nunca podrá diluirse por más estables que se crean los mercados. En cambio, el Estado debe poner énfasis en reducir al mínimo los riesgos para la estabilidad y el correcto funcionamiento del mercado, proscribiendo y desterrando toda practica que comporte la alteración artificial de las cotizaciones bursátiles, practicas representen un trato desigual en el manejo de la información relevante para las cotizaciones y, en general, cualquier tipo de abuso de mercado que haga perder la confianza en el mismo por parte de los inversionistas.

En tal sentido, muy bien expone Martínez Flórez, los fundamentos que llevaron al Derecho Comunitario europeo a adoptar un marco normativo tendiente a la prohibición de los abusos de mercado que pudieran perjudicar a los países de la Unión y, entre tales abusos, las practicas orientadas al uso de información privilegiada, al indicar que, *“no obstante, para fomentar la inversión y el ahorro y canalizarlo a la financiación de las empresas, se consideraba de interés público que los inversores*

⁴²⁷ Martínez, Los Fundamentos de la Prohibición del Abuso de Mercado, 37.

*recibieran información fiable y de confianza; que el mercado no sólo fuera justo, sino que, además, pareciera justo y que nadie se considera en una situación de desventaja (fuera porque se sintiera engañado por conductas manipulativas, fuera porque otros se beneficiaran del acceso a información no disponible para los demás)*⁴²⁸.

La confianza del inversor en los mercados de valores se considera desde entonces como un elemento imprescindible para el buen funcionamiento de dichos mercados y se ha convertido en un bien protegido por el Derecho, a cuyo servicio se siguen poniendo la plena transparencia informativa y la prohibición de la manipulación, del fraude y de otros comportamientos abusivos. En otras palabras, la confianza del inversor en los mercados de valores pretende conseguirse (o restaurarse, allí donde hubiera desaparecido) fundamentalmente a través de dos instrumentos: la disponibilidad de toda la información que pueda afectar al precio de los valores y la justicia (fairness) o integridad (integrity) de los mercados; todos ellos bienes jurídicos protegidos por el ordenamiento⁴²⁹.

En la medida que un inversionista perciba un ambiente de estabilidad jurídica, económica y donde se establezcan límites claros a las conductas que pudieran llegar a perjudicar la igualdad de oportunidades en las inversiones, donde la información fluya de forma equitativa, transparente y donde el Estado tenga una participación activa en la vigilancia, control, prevención y sanción de prácticas abusivas para el mercado y perjudiciales para el resto de inversores, valga decir, competidores, se lograría el incentivo para que más emisores e inversionistas participen de la operatoria del mercado bursátil. Con ello, a su vez, se incrementaría la cantidad de inversiones, logrando una mayor dinamización de la economía pública, potenciando el crecimiento económico de las empresas al poderse financiar los proyectos empresariales, lo cual genera más empleos y en términos de infraestructura un mayor desarrollo; asimismo, se contribuye con mayores recaudaciones fiscales para la hacienda pública, se satisfacen necesidades de los consumidores por parte de las empresas quienes a través de la financiación bursátil logran prestar los productos y servicios demandados, incluidos los servicios de interés público que el mismo Estado no puede satisfacer directamente o que concesiona a las empresas privadas.

5.2. Eficiencia y crecimiento de la economía pública del país.

En la medida en que se incentiva a las empresas a optar por intervenir en el mercado bursátil mediante la emisión y colocación de sus valores para así obtener financiamiento, al igual que cuando se incentiva a los inversores a intervenir en la adquisición de los valores e instrumentos negociados en Bolsa, se genera un movimiento económico significativo que impacta en todas las áreas de la sociedad, efecto propio de la dinamización económica.

Particularmente, en el caso de El Salvador, un ambiente de confianza e incentivo para emisores e inversionistas traerá aparejado mayores ingresos para las arcas del Estado, esto es, una mayor

⁴²⁸ Ibid. 37-38.

⁴²⁹ Martínez, Los Fundamentos de la Prohibición del Abuso de Mercado, 38-39.

recaudación tributaria en la medida en que las transacciones bursátiles se encuentran gravadas con ciertos impuestos tales como el Impuesto al Valor Agregado (IVA), el Impuesto Sobre la Renta, impuestos municipales y de ganancias de capital. Esto le permite al Estado financiarse para poder llevar a cabo los proyectos de desarrollo del país y la satisfacción de las necesidades esenciales de la población, verbigracia, abastecer de medicamento e insumos a los hospitales, el desarrollo de infraestructuras para escuelas, universidades, centros de salud, el mejoramiento vial, el apoyo al agro, a la micro y pequeña empresa y, en general, al progreso del país.

Por otro lado, desde el sector empresarial, la inyección de capital que logran captar las sociedades que emiten y colocan sus valores en Bolsa, les permite el financiamiento necesario para impulsar sus proyectos, lo que también beneficia a todos los sectores de la sociedad por cuanto permite la generación de empleos, la satisfacción de necesidades de los consumidores que a través de la prestación de bienes y servicios de las empresas financiadas en Bolsa, principalmente aquellas que prestan servicios de interés público, como por ejemplo, el acceso a vivienda cuando son los bancos quienes prestan financiamiento, o, el acceso al suministro de energía eléctrica, servicios de telefonía, internet, seguridad, transporte en sus diversas modalidades y productos de la canasta básica, entre otros, los cuales son servicios esenciales prestados por empresas, que bien encuentran un financiamiento en el mercado de valores.

Por lo que es incuestionable la importancia que tiene el correcto funcionamiento del mercado de valores para la atracción de emisores e inversionistas, quienes solo depositaran su confianza en un mercado que garantice un flujo de información en igualdad de oportunidades. Por lo cual, el estímulo de los participantes del mercado de valores es indispensable para que la economía pública crezca, para que el Estado pueda cumplir su función y para que los habitantes del país puedan encontrar la satisfacción de sus necesidades tanto como la oportunidad de crecimiento económico y la mejora de su calidad de vida.

5.3. Reducción de la volatilidad.

Los valores cotizados en el mercado bursátil están siempre sometidos a cierto grado de riesgo y volatilidad producto de una multiplicidad de elementos concomitantes a la naturaleza misma de esta clase mercado, donde el riesgo esta siempre presente y es imposible su disolución, aunque si quepa (y de hecho es obligatorio) adoptar todas las medidas para aminorarlo y tratar que el mercado actúe de la manera más eficiente posible y se logre cierta estabilidad, la cual, en todo caso, será siempre relativa.

De manera que los precios de los valores cotizados en Bolsa estarán siempre sometidos a los diferentes factores del ambiente circundante del hombre, tanto los elementos de la naturaleza como los elementos socioeconómicos serán los que determinarán los precios de los valores cotizados en el mercado bursátil. Así, por ejemplo, una pandemia como la ocurrida a inicios del corriente lustro podría determinar (y efectivamente así fue) la disminución de precios de las acciones cotizadas en Bolsa, particularmente las de aquellas sociedades que se verían más afectadas producto de la paralización

de sus actividades productivas, como el caso de las corporaciones dedicadas a la industria del turismo y la hostelería, las de transporte de pasajeros, las dedicadas, a la construcción, a la agroindustria incluyendo también a la pesca, los mismos servicios financiero y de seguros, la manufactura y, en general, una multiplicidad de entidades afectadas cuyos índices de valor accionarial cayeron estrepitosamente.

Paradójicamente, la pandemia por el SARS-CoV-2 (COVID-19), trajo consigo el crecimiento económico de cierto sector de sociedades y corporaciones cotizadas en Bolsa, las cuales incrementaron el valor de sus acciones al verse beneficiadas por el aumento vertiginoso del comercio electrónico, la industria del entretenimiento a través de las distintas plataformas *streaming*, las empresas tecnológicas dedicadas a prestar servicios por internet (motores de búsqueda, redes sociales, videojuegos, música, aprendizaje), las empresas de la industria de las telecomunicaciones y, por supuestos, las corporaciones farmacéuticas dedicadas al desarrollo de medicamentos y vacunas contra la enfermedad, así como aquellas dedicadas a la fabricación de productos e insumos médicos necesarios para el control de la pandemia; y posteriormente, conforme la flexibilización de los controles sanitarios el exponencial crecimiento de los servicios de *delivery*. En todos estos sectores de la industria la pandemia no solo fue beneficiosa para que las corporaciones incrementaran el valor de sus acciones cotizadas en Bolsa, sino que, además, permitió el estímulo necesario para que el desarrollo tecnológico alcanzara niveles imprevistos para el corto plazo.

Eventos como el cambio climático, las inundaciones cada vez más frecuentes, los terremotos de enorme magnitud en regiones económicamente estratégicas, las sequías generalizadas en amplios territorios con vocación a la producción agrícola y pecuaria, en general, eventos de similar naturaleza impactaran siempre un impacto en la cotización de los activos bursátiles, los cuales, por si solos no determinan el precio de los valores cotizados, pues convergerán siempre a la par de otros factores de tipo socioeconómico.

Acontecimientos generados por el hombre influyen constantemente en el aumento o disminución del precio de los activos cotizados en el mercado de valores, eventos macroeconómicos y geopolíticos que determinan el precio de los valores cotizados bursátilmente, desde las diversas guerras generadas en distintos lugares del mundo, los atentados terroristas, la transición de un gobierno liberal a uno conservador, las políticas tributarias y arancelarias de un país, las barreras a la entrada de determinados productos y a la prestación de servicios en una región, hasta eventos particulares como la quiebra de una sociedad o corporación mercantil, la prohibición establecida a una farmacéutica para comercializar cierto productos, la noticia publica y oficial pronunciada por el ente regulador de que ciertos productos resultan nocivo para salud (como el caso de cierto dentífrico de la marca Colgate en El Salvador y en el resto de países donde se distribuía), hasta eventos tan peculiares como el caso de un futbolista portugués que en la Eurocopa del año 2020, con el hecho de retirar de la mesa de entrevistas dos botellas de Coca-Cola y colocar en su lugar agua (a la par de otros factores socioeconómicos) influyo para que el valor de las acciones de la corporación cayeran al día siguiente en un 1.6%, generando perdidas por aproximadamente cuatro mil millones de dólares.

Todos estos eventos sean naturales o socioeconómicos, confluyen en la dinámica de la cotización bursátil, de manera que la denominada “puja dinámica inversa” vendrá a ser determinada por la innumerable cantidad de elementos que de forma “espontánea” se presentaran en el medio que circunda al mercado. De manera, que siempre existirá un riesgo de pérdida para quienes participan en el mercado sea como emisores o bien como inversionistas. Lo cierto es que estamos en presencia de una verdadera especulación, por cuanto no hay certeza y nunca podrá haberla respecto al precio que los instrumentos cotizados puedan llegar a alcanzar, los cuales estarán siempre sometidos a las contingencias de la naturaleza y del hombre.

Para Moreda de Lecea, La especulación puede definirse como una toma de posición (comprar, vender, permutar, entre otros.) en el mercado, o respecto a un índice, para obtener un beneficio, habitualmente cuantioso, por un cambio excepcional de los precios en el tiempo⁴³⁰.

Sin embargo, esta especulación debe limitarse al mínimo posible y, en todo caso, debe ceñirse a ciertos parámetros de normalidad, transparencia y equidad en el manejo de la información. De manera que la fluctuación en el precio de valores cotizados sea determinada por el normal desenvolvimiento de la actividad socioeconómica y que responda exclusivamente a los factores y elementos humanos y naturales que espontáneamente se vayan presentado. No se debe permitir ningún tipo de especulación basada en la manipulación malintencionada del mercado, la fluctuación bursátil no debe obedecer a factores y elementos artificiales, creados con el propósito de obtener ventajas indebidas a costa del mercado y de sus intervinientes, emisores e inversionistas.

La operación especulativa con *insider trading* no es sin más especulación, sino aquella que es considerada como tal “en sentido peyorativo (y éticamente reprochable) siempre que se atente contra la finalidad social de la empresa, la solidaridad y, sobre todo, contra la igualdad de oportunidades en los mercados financieros”; porque en ella el agente se anticipa al curso del mercado, no por ingenio o trabajo, sino desde la ventaja que le da su posición en la empresa, o alguien de esta entidad que le confía una información. Es una especulación sin riesgo, con fraude, por tanto, un abuso de especulación⁴³¹.

5.4. Prevención de eventuales riesgos para la economía.

Si bien, en un principio surgieron tesis que ponían el acento en intereses privados, considerando unos que el fundamento de la prohibición de utilización de información privilegiada se encontraba en el daño que dicha práctica causaba a los inversores que contrataban con quienes se valían de dicha información o a los que lo hacían al mismo tiempo que este; mientras que otra línea de pensamiento entendía que lo que justificaba la prohibición era el daño que el uso de información privilegiada causaba a los emisores; finalmente, la orientación se decantó por considerar que la razón de ser de

⁴³⁰ Moreda De Lecea, El Abuso de Información Privilegiada (Insider Trading), 138.

⁴³¹ Ibid.138-139.

la prohibición del uso de información privilegiada es el interés público, el daño que dichas conductas causan al propio mecanismo institucional del mercado⁴³².

Las consecuencias negativas de las prácticas de abuso de información privilegiada para la economía pública podrían llegar a ser devastadoras. En la medida que los inversionistas no sienten confianza en el mercado estos alejarán sus inversiones del país y esto traerá como consecuencia un retroceso en el crecimiento económico del país al disminuir el producto interno bruto, lo cual, generara un déficit para cubrir ciertas áreas de los servicios que el Estado presta para satisfacer las necesidades de sus habitantes. Ante las dificultades que el déficit financiero representa para que el país pueda asumir su rol de satisfacción de necesidades esenciales, es bien sabido que, en el caso de El Salvador, esta situación siempre ha orillado al gobierno de turno a recurrir a su fuente de financiamiento más recurrente y contraproducente al corto, mediano y largo plazo: el incremento de la deuda pública.

Por lo que, la pérdida de confianza de los inversionistas en el mercado salvadoreño impacta directamente no solo a los empresarios, sino a la economía en general, por ello resulta indispensable que El Salvador adopte una política criminal y un marco normativo tendiente a reforzar la protección del mercado de valores, frente a cualquier tipo de prácticas que alteren su normal funcionamiento, procurando, de esa manera, lograr mantener e incrementar la confianza existente de los emisores e inversores en el mercado bursátil salvadoreño.

6. Mecanismos de detección de operaciones bursátiles efectuadas con información privilegiada.

La prueba de la comisión de este tipo de delitos es siempre la más compleja de todas, pues se trata de escenarios de criminalidad estratificada donde se requiere de un grado suficiente de conocimiento sobre el funcionamiento del mercado bursátil. Se requiere del auxilio de profesionales y técnicos expertos especializados en el ámbito de las operaciones bursátiles para la realización de una serie de pericias, entre las cuales se encuentran las diversas clases de análisis bursátil, como, por ejemplo, el análisis fundamental, el análisis técnico, los análisis macroeconómicos y el análisis de ciclos económicos, mediante los cuales se podrían llegar a advertir las irregularidades surgidas en las transacciones de compra y venta de los valores negociados en Bolsa.

De igual manera, resultan indispensables las auditorías forenses recaídas sobre la contabilidad, la correspondencia y sobre las transacciones financieras efectuadas por los emisores e inversionistas involucrados en las transacciones bursátiles, mismas que puedan generar sospecha por haberse efectuado al amparo de información privilegiada. Dado que el uso de las tecnologías informáticas es omnipresente en la actividad empresarial, incluso las transacciones bursátiles hoy en día son electrónicas, resulta indispensable el auxilio de peritos informáticos expertos en la intervención y vaciado de datos de los ordenadores de los emisores e inversionistas involucrados en las negociaciones con información privilegiada.

⁴³² Martínez, Los Fundamentos de la Prohibición del Abuso de Mercado, 46.

No cabe duda, que en este escenario es donde la Superintendencia del Sistema Financiero juega un rol imprescindible para la identificación de las prácticas de los iniciados, pues por virtud de ley le corresponde la supervisión del sistema financiero (Art.1 LSRSF), así como vigilar el cumplimiento de la normativa relativa al mercado de valores y la fiscalización de las bolsas de valores, las casas de corredores de bolsas, las sociedades especializadas en el depósito y custodia de valores y las sociedades clasificadoras de riesgo (Art. 1 Inc. 3 LMV).

A la fecha aún no existen casos que hayan sido investigados por la Superintendencia del Sistema Financiero como constitutivos de Abuso de Información Reservada a tenor de lo dispuesto por los Arts. 35 y 107 letra h) de la Ley del Mercado de Valores, lo cual no supone que eventualmente y conforme nuestro mercado alcance un mayor grado de desarrollo estas prácticas se puedan ir presentando como lo ha sido en otros países que a raíz del daño que estas prácticas pueden causar al mercado han adoptado por su criminalización.

7. El impacto de las nuevas tecnologías.

Tal como apunta Martínez Flórez, la evolución de los mercados, los avances tecnológicos y algunos acontecimientos producidos durante la última crisis financiera (manipulación de índices, participación de *hedge funds* en operaciones con información privilegiada, posibilidad de que los sistemas de negociación algorítmica de alta frecuencia pudieran ser utilizados con fines abusivos, etc.) pusieron de manifiesto, una vez más, la sensibilidad de los mercados y de la opinión pública hacia prácticas que ponen en cuestión la integridad de los mercados financieros y dejaron al descubierto las deficiencias de la legislación vigente sobre la materia. Esas circunstancias hicieron que se intensificara a nivel global la preocupación por la integridad de los mercados y que los organismos internacionales y las instituciones europeas emprendieran medidas para reforzar su protección, con el fin de eliminar o, al menos, contrarrestar los efectos negativos provocados por la manipulación y las prácticas abusivas en la confianza de los inversores⁴³³.

En El Salvador, desde el año 2002 los valores cotizados en Bolsa son completamente desmaterializados, sustituyéndose la circulación de los tradicionales títulos físicos por las denominadas “anotaciones electrónicas de valores en cuenta”, con lo cual, la forma clásica de llevar a cabo las transacciones bursátiles se modificó dando paso a transacciones completamente electrónicas, donde la presencialidad de los participantes es absolutamente innecesaria, todo ello a partir de la entrada en vigencia de la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta de febrero del año 2002.

Otra situación que resulta muy relevante en El Salvador es el hecho de que, actualmente, acudimos a un cambio disruptivo por cuanto han pasado a formar parte de nuestro sistema financiero nuevas formas de financiamiento para las empresas, en particular nos referimos a la emisión de activos digitales y los procesos de tokenización, los cuales son posibles gracias a la entrada en vigencia de la

⁴³³ Martínez, Los Fundamentos de la Prohibición del Abuso de Mercado, 54.

Ley de Emisión de Activos Digitales creada en enero del año 2023. Si bien este es un mercado especial, denominado “Mercado de Activos Digitales”, y tales activos no entran a formar parte de los valores cotizados en bolsa, ciertamente han demostrado tener el potencial de llegar a incidir en el desarrollo económico del país, por cuanto ya se han echado a andar grandes proyectos inmobiliarios a través de los mismos. Siendo que, las Casas Corredoras de Bolsa, juegan un rol muy importante en este nuevo mercado, por cuanto se han convertido en proveedores de servicios de activos digitales.

Las casas corredoras de bolsa, han incluido en su portafolio el servicio de emisión de activos digitales y procesos de estructura de tokenización activos conforme lo previsto en el Art. 19 de la Ley de Emisión de Activos Digitales, activos que son negociados en plataformas de intercambio o negociación centralizadas o descentralizadas, por cuanto cabe preguntarse, ¿podría influir en este nuevo mercado el uso de información privilegiada en la formación de los precios de los valores negociados? Preliminarmente y desde nuestro parecer apreciamos la posibilidad que las practicas de trafico y abuso de información privilegiada, si pueden trastocar el normal funcionamiento de este tipo de mercados e incidir en la natural formación de los precios de los activos digitales, los que pueden ser negociados en plataformas sean estas centralizadas o descentralizadas. No obstante, ciertamente se trata de un escenario y una problemática que solo con el tiempo y con el desarrollo de este mercado en nuestro país, podremos ir resolviendo.

Se trata de mercados completamente disruptivos o novedosos donde los países aún siguen adaptándose a su funcionamiento a pesar del acelerado desarrollo que cada vez más van teniendo las nuevas tecnologías aplicadas a los sistemas financieros. Ante ello, no queda nada más que estar atentos a los cambios y a la evolución que los nuevos mercados financieros vayan presentando e ir reforzando los marcos normativos para anticiparse a cualquier tipo de eventualidad que pudiera perjudicar al mercado.

8. Propuesta de *lege ferenda* y valoración de la técnica de tipificación.

En este punto consideramos que el derecho comunitario europeo ha sabido recoger muy bien el marco normativo en torno a la prevención y sanción de los delitos de abuso de mercado, especialmente con la creación del nuevo Reglamento Sobre Abuso de Mercado⁴³⁴, normativa marco que ha hecho que países como Alemania, España o Suiza debieran adecuar su derecho interno a las nuevas directrices del Parlamento Europeo y del Consejo, prohibiendo conforme a los nuevos lineamientos aquellas prácticas que distorsionan el correcto funcionamiento del mercado de valores, entre ellas el abuso de información privilegiada.

Por lo cual, tal como ya hemos indicado, España ha debido reformar el Art.285 del Código Penal en el año 2019, adecuando la prohibición del delito de iniciados a las nuevas exigencias del derecho comunitario europeo. Siendo que, a partir de su reforma, la mayoría de los tratadistas que mostraban su desacuerdo con la anterior regulación por considerar que esta solo atendía a condiciones objetivas

⁴³⁴ Reglamento (UE) No 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo del 16 de abril de 2014.

de punibilidad que resultaban en todo caso imprecisas e insuficientes para justificar el reproche penal, ahora muestran mayor conformidad con la regulación del delito de abuso de información privilegiada incorporada por el legislador español.

Resulta oportuno citar la regulación del delito de Abuso de Información Privilegiada en la forma en cómo se encuentra regulado en la actualidad en el Código Penal español, tras la reforma del Art.285 en el año 2019, siendo su contenido el siguiente:

Artículo 285 CP (España):

“1. Quien de forma directa o indirecta o por persona interpuesta realizare actos de adquisición, transmisión o cesión de un instrumento financiero, o de cancelación o modificación de una orden relativa a un instrumento financiero, utilizando información privilegiada a la que hubiera tenido acceso reservado en los términos del apartado 4, o recomendare a un tercero el uso de dicha información privilegiada para alguno de esos actos, será castigado con la pena de prisión de seis meses a seis años, multa de dos a cinco años, o del tanto al triple del beneficio obtenido o favorecido o de los perjuicios evitados si la cantidad resultante fuese más elevada, e inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión o actividad de dos a cinco años, siempre que concurra alguna de las siguientes circunstancias:

- a) que, como consecuencia de su conducta obtuviera, para sí o para tercero, un beneficio superior a quinientos mil euros o causara un perjuicio de idéntica cantidad;*
- b) que el valor de los instrumentos financieros empleados fuera superior a dos millones de euros;*
- c) que se causara un grave impacto en la integridad del mercado.*

Por nuestra parte, consideramos que la regulación resulta muy afortunada y perfectamente se podría adaptar a nuestro ordenamiento jurídico tomándola como modelo, pero teniendo en cuenta que ya contamos con una regulación de este comportamiento a nivel de derecho administrativo en la Ley del Mercado de Valores, por lo que la regulación que se adopte deberá guardar armonía y concordancia con la legislación que a nivel administrativo sancionan este tipo de comportamientos; la prohibición que la LMV de El Salvador establece para las prácticas de abuso de información privilegiada, solo es muestra de la necesidad de prevenir que este tipo de comportamientos lleguen a afectar nuestro mercado de valores, prohibición que aún no ha sido recogida por el ordenamiento penal salvadoreño dado que nuestro mercado de valores es de muy reciente data, comparado a los mercados de valores de los países desarrollados.

A continuación, procederemos a examinar los comportamientos que deben sancionarse en nuestro derecho interno como constitutivos de prácticas de abuso de información privilegiada, tomando como modelo el art. 285 del Código Penal español, pero armonizándolo a nuestro propio derecho y, particularmente, considerando la prohibición que el derecho administrativo sancionador ya franquea para estos comportamientos.

8.1. Comportamientos que deben ser sancionados.

Consideramos que, en primer término, el comportamiento que debe ser sancionado es el realizado por el iniciado primario, esto es, el de aquel individuo que por razón de su cargo dentro de la estructura societaria del ente emisor o de quien por razón de su actividad profesional, ha tenido acceso a información reservada o no pública que resulte relevante para la cotización bursátil, es

decir, información que pueda incidir sustancialmente en la fluctuación de los precios de los valores e instrumentos cotizados en la Bolsa de Valores del país.

Es necesario no solo que se haya accedido a información pública o reservada, sino que además se haya hecho uso de la misma en operaciones que comporten la adquisición y transferencia de valores e instrumentos negociados en la Bolsa de Valores, así como la cancelación y modificación de ordenes relativas a la negociación de tales valores e instrumentos bursátiles, siempre que tales operaciones se hubieren hecho valiéndose de información privilegiada.

Por otro lado, consideramos que el comportamiento típico bien puede ser realizado directamente por el iniciado primario, o bien, puede ser realizado por medio de interpuesta persona, lo cual supondría que el iniciado utilizaría a otro sujeto para la transacción bursátil, llegando el primero de los sujetos a adquirir la calidad de autor mediato del delito, lo cual, no supondría ninguna variación en cuanto a la responsabilidad del iniciado primario a quien deberá considerarse como directamente responsable, esto es, como si el mismo hubiese ejecutado la operación de compra o venta de instrumentos o valores cotizados. Ni influencia alguna tendrá esta circunstancia en cuanto a la pena a imponer al iniciado que auxiliándose de un tercero lleva a cabo la operación, tomando en cuenta las reglas de los Arts. 34 y 65 del Código Penal salvadoreño.

Consideramos, igualmente, que debe sancionarse el comportamiento del iniciado primario que suministra o recomienda información privilegiada a un tercero para que este pueda aprovecharla en la negociación de valores e instrumentos cotizados en bolsa. Sin embargo, consideramos que tal comportamiento debe ser sancionado como delito consumado siempre y cuando el *extraneus* haya materializado el uso de la información privilegiada en la adquisición o transferencia de valores o instrumentos bursátiles, o bien haya tomado la decisión de cancelar o modificar una orden con relación tales valores o instrumentos cotizados. De lo contrario, consideramos que la conducta puede ser sancionada desde el ángulo de la imperfección del delito, es decir, como delito en grado de tentativa.

En cuanto a los iniciados secundarios, esto es, aquellos sujetos que valiéndose de información privilegiada que les fue suministrada o recomendada por uno de los iniciados primarios llegue a ejecutar actos de adquisición y transferencia de instrumentos financieros en el mercado bursátil, o de cancelación o modificación de una orden relativa a un instrumento financiero, también son merecedores del reproche penal como autores del delito analizado. Ante lo cual, consideramos acertada la técnica de triplicación que el Código Penal español ha adoptado en el Número 5, del Art. 285, el cual, establece que: *“Las mismas penas previstas en este artículo se impondrán cuando el responsable del hecho, sin tener acceso reservado a la información privilegiada, la obtenga de cualquier modo distinto de los previstos en el apartado anterior y la utilice conociendo que se trata de información privilegiada.”*

8.2. Destinatarios de la prohibición penal de negociar con información privilegiada.

El apartado 4 del art.285, del Código Penal español, dispone que: *“A los efectos de este artículo, se entiende que tiene acceso reservado a la información privilegiada quien sea miembro de los órganos de administración, gestión o supervisión del emisor o del participante del mercado de derechos de emisión, quien participe en el capital del emisor o del participante del mercado de derechos de emisión, quien la conozca con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial, o en el desempeño de sus funciones, y quien la obtenga a través de una actividad delictiva...”*.

Por nuestra parte, aunque nos parece apropiada la delimitación que realiza el legislador español respecto de los sujetos que pueden ser acreedores de la sanción penal, estimamos que, para la determinación de los sujetos activos del delito de abuso de información privilegiada desde el derecho salvadoreño, es preciso recurrir a la normativa administrativa que regula el mercado de valores de nuestro país, para lograr establecer un catálogo de sujetos acorde con nuestro propio sistema financiero y respetando la armonía o coherencia sistemática que debe existir dentro de nuestro ordenamiento jurídico.

De forma que, desde el prisma del derecho del mercado de valores salvadoreño, pueden llegar a tener un conocimiento directo de la información reservada que resulte relevante para la cotización de los valores e instrumentos bursátiles, entre otros, los sujetos enumerados en el Art.35 de la Ley del Mercado de Valores, el cual establece que *“con la aprobación unánime de los directores, la sociedad emisora de valores podrá dar carácter reservado a hechos o antecedentes relativos a negociaciones pendientes, que de ser conocidas pudieren perjudicar su resultado y, en consecuencia, afectar el interés de la sociedad emisora...”*. Y, en el inciso segundo se franquea una regulación que debe integrarse con este primer inciso a efecto de determinar los sujetos que puede llegar a tener acceso a información reservada y relevante para las cotizaciones, a establecer que *“los que dolosa o culposamente califiquen o concurren con su voto favorable a declarar como reservado un hecho o antecedente, de aquellos a que se refiere este artículo, responderán por sus actos sin perjuicio de las sanciones a que hubiere lugar*.

De la citada disposición se desprende, indudablemente, que, los sujetos que de forma inmediata y en primer término tendrían conocimiento de la información reservada serían los miembros de los órganos de decisión y administración de la sociedad, esto es, por un lado, los Accionistas (Art. 164 COM) que conforman la Junta General de Accionistas (Art.220 COM), órgano supremo del ente societario; y, por otro lado, tendrían acceso a tal información reservada, los miembros que conforman la Junta Directiva de la Sociedad o el Administrador Único, según como sea la forma de administración adoptada por la sociedad (Art. 256 COM).

Cuando en el inciso 2 del Art.35, el legislador ha establecido una sanción para quienes dolosa o culposamente concurren con su voto favorable a declarar reservado un hecho o antecedente, relevante para la cotización de los valores e instrumentos cotizados en la Bolsa, en primer lugar, se está refiriendo a los miembros de la Junta General de Accionistas, pero también pueden quedar

comprendidos los administradores (miembros de Junta Directiva), si sus facultades establecidas en el pacto social les permite declarar como reservada la información que resulte relevante para las cotizaciones bursátiles y así hubieren procedido. En segundo lugar, la información a que hace referencia la disposición, es toda aquella información que sea relativa a negociaciones pendientes de la sociedad emisora de los valores (verbigracia, contratos asociativos aun en discusión, fusiones o adquisiciones de sociedades aun no concretadas, la adquisición o incorporación de nuevos clientes en la cartera de la sociedad, la incorporación o cesión de activos de la sociedad, entre otros), la cual, de llegar a divulgarse públicamente, puede incidir negativamente sobre los valores cotizados en el mercado, perjudicando los intereses de la sociedad emisora.

En los incisos tercero y cuarto del Art. 35, la disposición se vuelve más amplia en cuanto a los sujetos que podrían quedar comprendidos en la prohibición de usar información privilegiada, al disponer que, *“...Los directores, administradores y toda persona que, en razón de su cargo o posición en la sociedad, tengan acceso a información que aún no hay sido oficialmente difundida al público, en cumplimiento de esta Ley y que pueda influir en los precios de sus valores, guardarán estricta reserva sobre ella. Igual obligación tendrán los auditores externos de la sociedad y los funcionarios de la Superintendencia que tengan acceso a información reservada.*

Se prohíbe a las personas mencionadas en el inciso anterior valerse de dicha información para obtener para sí o para otros, ventajas mediante la compra o venta de valores. Ellas deberán velar, asimismo, para que esto tampoco ocurra a través de subordinados o terceros de su confianza.”

De forma que, además de los accionistas y los administradores de la sociedad también pueden entenderse comprendidos aquellos sujetos que, por razón de su cargo dentro de la sociedad tengan acceso a tal información, entre ellos cabría figurar a los auditores interno y externo, al contador de la sociedad, los gerentes con rango y acceso suficiente a tal información, los empleados de confianza, así como los abogados y asesores del ente emisor, como cualquier otro miembro del entramado societario que pudiera llegara a tener pleno acceso a tal información, por lo cual, todos estos sujetos deberán quedar comprendidos en la prohibición que eventualmente debiera contener nuestro régimen penal.

La prohibición se hace extensiva inclusive a los funcionarios de la superintendencia, pues el precitado tercer inciso del art.35, determina con precisión que igual obligación *“...los funcionarios de la Superintendencia...”*, queriéndose referir por supuesto a los empleados y funcionarios de la Superintendencia del Sistema Financiero que llegaren a tener conocimiento de tal información, con lo cual, la figura típica traslapándola al ámbito penal, también tendría que tener en cuenta a los funcionarios y empleados públicos que, con ocasión de su labor de vigilancia y supervisión llegaren a tener acceso a información reservada que resultare relevante para la cotización bursátil.

Pero no solo estos sujetos habrán de quedar comprendidos en la prohibición penal que se formule al respecto, sino que además habrá de considerarse a aquellos sujetos que, sin formar parte de la estructura societaria puedan llegar a acceder a tal información por razón de su especial función empresarial y su relación con el ente emisor puedan llegar a tener acceso a información reservada, como es el caso de las Casas Corredoras de Bolsa, las cuales, a tenor de lo dispuesto por el Art. 65 letra h), de la Ley del Mercado de Valores establece que:

“Las casas de corredores estarán obligadas a:

*..h. Comunicar a sus clientes toda la información y los análisis que tenga disponible sobre un emisor y sus emisiones, **con excepción de la información reservada a que hayan tenido acceso**. La información deberá proporcionarse cada vez que se reciba una consulta u orden de inversión...”* (el resaltado es nuestro).

Como se ve, las Casas Corredoras de Bolsa, por su propia naturaleza llegan a tener acceso a información reservada relevante para las operaciones bursátiles, puesto que, son los entes intermediarios por excelencia en las transacciones del mercado de capitales, es decir, se trata de agentes a través de los cuales los entes emisores colocan y negocian sus valores en Bolsa y, por medio de quienes los inversores operan para la adquisición de los mismos. Por tal motivo, su naturaleza justifica que sean incorporados a la prohibición.

De igual manera, habrá de considerarse comprendidas en la regulación típica desde el ordenamiento penal a las entidades Clasificadoras de Riesgo, pues por la naturaleza de su función y los servicios que prestan a los entes emisores de los valores cotizados en Bolsa, llegan a tener un conocimiento profundo y amplio de varios aspectos del ente emisor. De manera que, es indiscutible que pueden llegar a tener conocimiento de información privilegiada, de la cual deben guardar estricta confidencialidad, so pena de ser sancionadas por Superintendencia del Sistema Financiero, situación que de hecho ya prevé la Ley del Mercado de Valores al prescribir en el art. 92 Inc. 3, al disponer que, *“las clasificaciones de riesgo deberán guardar estricta confidencialidad respecto a la **información reservada**, que conozcan de las sociedades cuyos valores clasifiquen, y les afectarán las obligaciones y prohibiciones establecidas en el Artículo 35 de esta Ley, sin perjuicio de la información que deban dar por mandato legal.”*

Situación que viene refrendada por el inciso 2º del art. 95-A de la LMV, al determinar que, *“...la entidad clasificadora que hubiere sido contratada por el emisor, podrá requerirle a éste, la información que no estando a disposición del público sea necesaria para realizar un correcto análisis, Esta información, a solicitud del emisor, se mantendrá como reservada...”*

Vale la pena, igualmente, prestar atención a lo dispuesto en el art. 201 de la Ley de Bancos, que dispone que los *“los que divulgaren o revelaren cualquier **información de carácter reservado** sobre las operaciones de los bancos o sobre los asuntos comunicados a ellos, o se aprovecharen de tales informaciones para su lucro personal o de terceros, incurrirán en la misma responsabilidad, sin perjuicio de las sanciones penales que pudieren corresponderles.”* (El resaltado es propio).

Disposición que, interpretada en armonía con su primer inciso, va dirigida los directores, administradores, funcionarios y empleados de los bancos que haciendo uso de información de carácter reservado obtengan un provecho para sí mismos o el de terceras personas, debiendo responsabilizarse por los daños y perjuicios que hubieren ocasionado al banco del que forman parte, o a los terceros que resulten perjudicados con el actuar de aquellos, incluida la responsabilidad penal.

El art. 201 de la Ley de Bancos podría llegar a configurar una infracción penal por abuso de información privilegiada si tal información resulta relevante para las cotizaciones bursátiles, puesto que como sostienen Nieto Martín y Sánchez Escobar, tal disposición, a la par que tutela el secreto bancario, puede utilizarse también para sancionar determinados casos de insider trading como un delito de revelación de secretos. No obstante, debe indicarse que esta forma de entender el injusto del abuso de información privilegiada no es ni mayoritaria ni adecuada, lo relevante es el daño que esta conducta implica para el funcionamiento del mercado bursátil⁴³⁵.

Con lo cual estamos de acuerdo, siempre y cuando la información de que hayan hecho uso los directores, administradores, funcionarios o empleados de los bancos haya resultado relevante para las negociaciones bursátiles en las que se empleó, lo que podría originar una agravación especial dada el carácter del ente emisor de cuya información se aprovechan (la entidad Bancaria), cuyas acciones por Ley cotizan en la Bolsa de Valores (art. 6 inciso 3 LB⁴³⁶), y cuya afectación puede traer consigo consecuencias perjudiciales mucho mayores para el mercado financiero, dado el papel que de los bancos desempeñan para la estabilidad económica del país.

Coincidimos, igualmente, con Nieto Martín y Sánchez Escobar, en la medida en que, perfectamente podría existir un concurso de delitos y puedan aplicarse conjuntamente las infracciones de revelación de secreto y abuso de información privilegiada, bajo el supuesto hipotético que se regule como delito la segunda de las conductas⁴³⁷.

Desde esta perspectiva brindada por la Ley de Bancos, puede llegarse a tener mayor claridad respecto del ámbito de sujeto que podrían resultar responsables penalmente por el cometimiento abuso de información privilegiada. Como sostienen citados autores Nieto Martín y Sánchez Escobar, desde esta concepción (refiriéndose a la brindada por la Ley de Bancos) del *insider trading* puede entenderse mejor lo prescrito en el art. 35 de la LMV que obliga a los directores, administradores y otros iniciados a “devolver a la sociedad emisora toda la utilidad que hubieren obtenido mediante transacciones de valores de la misma durante el periodo en que la información debió mantenerse en reserva”⁴³⁸.

⁴³⁵ Nieto, Derecho Penal Económico, 218.

⁴³⁶ Ley de Bancos, art. 6 inciso 3: “Los bancos deberán registrar sus acciones en una bolsa de valores, a más tardar sesenta días después de que se haya inscrito la escritura correspondiente en el Registro de Comercio. Las acciones de tesorería se registrarán previo a su colocación, si fuere el caso”.

⁴³⁷ Nieto, Derecho Penal Económico, 216.

⁴³⁸ Ibidem.

En cuanto a los iniciados secundarios, también habrían de quedar comprendidos en la regulación penal, por cuanto la regulación administrativa no los ha dejado excluidos de sanción por negociar valores bursátiles al amparo de información privilegiada, así se advierte del inciso cuarto, que, aunque no deja sentado con precisión y claridad si se refiere a conductas llevadas a cabo por el propio iniciado primario utilizando como instrumento a un tercero, como ocurre cuando se comete una infracción penal en la modalidad de la autoría mediata, o, si por otro lado, se está refiriendo a terceros a quienes el iniciado primario ha recomendado o suministrado tal información, resulta imprecisa la técnica de tipificación de la infracción administrativa que el legislador utilizó en este aspecto.

Por lo que, el legislador penal habrá de considerar también el reproche penal para quien comete la infracción por recomendación del iniciado primario, a quienes correspondería igual pena, tal como hemos indicado, y en la misma forma en se encuentra regulado el apartado 5 del art.285 del Código Penal español.

De la misma manera, al igual que el legislador español, consideramos que también debe castigarse el comportamiento de aquellos sujetos que, sin formar parte de la estructura societaria, ni por su relación profesional con el ente emisor hayan negociado con información reservada y relevante para las cotizaciones bursátiles, de la cual hayan tenido conocimiento como consecuencia de una actividad ilícita, como el caso de quien realiza actividades de espionaje corporativo o ataques cibernéticos logrando acceder a este tipo de información, conducta que además entrara en concurso con las figuras delictivas que puedan tener lugar, como el caso de los tipos penales regulados por la Ley Especial Contra Delitos Informáticos y Conexos (LECDIC), sin perjuicio de que la pena para este tipo de sujeto represente una agravación especial.

Finalmente, el delito de abuso información privilegiada puede llegar a constituir el hecho típico antecedente que dé lugar a la sanción por el delito de lavado de dinero y activos, en caso que las ganancias ilícitas provenientes de las prácticas de abuso de información privilegiada se utilicen dentro de alguna de las etapas del proceso de lavado de dinero y activos, como lo son la colocación, la estratificación o el fraccionamiento y la integración del dinero fruto del ilícito originario. Esto supondría, por un lado, la aplicación de la Ley Especial para la Prevención, Control y Sanción del Lavado de Activos, Financiamiento del Terrorismo y Financiamiento de la Proliferación de Armas de Destrucción Masiva, nueva normativa en la materia; y, además, supondría la aplicación de la Ley Especial de Extinción de Dominio y de La Administración de los Bienes de Origen Destinación Ilícita, para lograr la extinción de los frutos del delito de iniciados y de lavado de dinero en favor del Estado.

8.3. Valoración en cuanto a las condiciones objetivas de punibilidad.

Conforme al Principio de Ultima Ratio el derecho penal solo debe intervenir frente a aquellos comportamientos más graves que lesionen o pongan en peligro los bienes jurídicos de las personas, y ante el agotamiento o ausencia de cualquier otro mecanismo jurídico que logre satisfacer o tutelar eficazmente los derechos fundamentales de las personas. Bajo esta premisa habrá que indicar que, no todo comportamiento que lesione o ponga en peligro un bien jurídico habrá de ser sancionado, por

lo cual, aquellas infracciones menores pueden ser perfectamente sancionada mediante el derecho administrativo sancionador.

En cuanto al delito que nos ocupa y el daño que podría llegar a representar para que se considere merecedor del reproche penal, habrá que considerar que nuestro mercado, a diferencia del mercado español y del resto de países de primer mundo, es aún emergente y ciertos desequilibrios económicos sin que supongan excesivas cantidades de capital, podrían ocasionar graves consecuencias para el orden económico del país.

En la regulación propuesta por el legislador español en el art.285, se establecen tres condiciones o circunstancias, que de llegar a concurrir cualquiera de las mismas se entendería perfeccionado el delito, siendo estas las que siguen:

“a) que, como consecuencia de su conducta obtuviera, para sí o para tercero, un beneficio superior a quinientos mil euros o causara un perjuicio de idéntica cantidad;

b) que el valor de los instrumentos financieros empleados fuera superior a dos millones de euros;

c) que se causara un grave impacto en la integridad del mercado.”

Dadas las características propias de nuestro mercado de valores, consideramos que el daño para que se considere punible desde el orden penal, debe reunir las siguientes condiciones: *“Que, el sujeto que haya negociado con información privilegiada haya producido un desequilibrio comprobable que afecte la integridad del mercado de valores nacional y sus derivados, siempre que se cumpla cualquiera de las dos condiciones siguientes: a) Que, se obtenga un beneficio económico, para sí o para un tercero, superior a cien mil dólares de los Estado Unidos de América o cause un perjuicio de idéntica cantidad; b) Que, el valor de los instrumentos financieros utilizados sea superior a un millón de dólares de los Estado Unidos de América. Adhiriéndonos a la tesis según la cual, nos encontramos frente a un verdadero delito de resultado; de forma que, cualquier infracción que no cumpla con las condiciones objetivas de punibilidad antedichas deberá considerarse atípica y/o, en su defecto, pudiera aplicarse la sanción que desde el derecho administrativo sancionador pudiera corresponderle.*

8.4. Valoración en cuanto a la pena.

Finalmente, en lo que se refiere al docimetría de la pena, compartimos la técnica legislativa empleada por el legislador español y, de igual manera, tomando en cuenta las sanciones que nuestro derecho del mercado de valores establece en el Art. 107 Letra H, de la LMV., consideramos que la pena a imponer podría oscilar entre seis meses a seis años de prisión y multa de entre veinticuatro y sesenta salarios mínimos más altos urbanos en la industria, o del tanto al triplo del beneficio obtenido o favorecido o de los perjuicios evitados si la cantidad resultante fuese más elevada, e inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión o actividad de dos a cinco años.

Pena que es aplicable tanto a los iniciados primarios como a los iniciados secundarios, sin perjuicio de que pudiera establecerse agravantes especialmente para los casos de las Casas Corredoras Bolsa, la Clasificadoras de Riesgo, los funcionarios y empleados de la Superintendencia del Sistema Financiero, que por su especial rol y el deber de confidencialidad que deben guardar respecto de este

tipo de información merecen una agravación especial en cuanto a su pena. De igual manera, merecerá una agravación especial, sin perjuicio de los concursos de delitos que puedan tener lugar, las negociaciones de valores e instrumentos financieros que hubiere realizado un individuo valiéndose de información privilegiada a la que hubiere tenido acceso a través de una actividad delictiva.

CONCLUSIONES

El uso de información privilegiada es una práctica que siempre ha estado presente en los mercados de valores desde su concepción, pero su nocividad solo se puso de relieve hasta que acaecieron las grandes crisis económicas del mundo, como por ejemplo la gran depresión ocurrida a raíz del desplome de la Bolsa de Valores de Nueva York y la crisis financiera internacional del 2008, por citar algunos ejemplos que pusieron en evidencia la fragilidad del mercado ante prácticas que supongan abusos de mercado.

Se evidencia que, en la actualidad, existe un interés a nivel mundial entre todos los países capitalistas por frenar las prácticas abusivas del mercado. La historia ha demostrado en reiteradas ocasiones que el mercado no tiene la capacidad de autorregularse, como muchos creían posible, y se puede afirmar con total convicción que la visión de algunos economistas estadounidenses de mediados del siglo veinte (particularmente de la década de los años cincuenta) sobre la penalización innecesaria del uso de información privilegiada no solo está superada en la actualidad, sino que, además, nunca representó realmente los beneficios que se atribuían a la desregulación de las prácticas de negociaciones bursátiles al amparo del uso de información privilegiada.

Vale resaltar que las transacciones realizadas en el mercado de valores son llevadas a cabo principalmente y, por regla general, por expertos en la dinámica del mercado, profesionales que poseen un alto grado de conocimiento del funcionamiento de las operaciones propias del mercado de valores. Por lo tanto, criminalizar el uso de información privilegiada, además de proteger el interés legítimo en la integridad de los mercados, también protege indirectamente a los pequeños inversores, considerados consumidores en este contexto y que se ven en desventaja ante los inversionistas con mayores recursos en un mercado que es implacable con sus participantes, pues el riesgo de pérdida no se diluye, lejos de eso, las prácticas que distorsionan el mercado incrementan el potencial riesgo de pérdida.

Ha quedado sentado, por nuestra parte, que el abuso de información privilegiada se concibe como un delito pluriofensivo, por lo que el bien jurídico protegido, además de supraindividual tiene un carácter plural en su construcción, pues para que el correcto funcionamiento del mercado tenga lugar es necesario, a su vez, tutelar la igualdad y la transparencia en el manejo de la información relevante para las negociaciones del mercado lo que determinara el grado de confianza que los emisores e inversionistas puedan llegar a tener en nuestro mercado y en esa medida permitir que la dinámica económica fluya bajo los estándares de la eficiencia.

El delito examinado a la luz del derecho comparado español, ha sido identificado como un tipo penal abierto, con el tratamiento de elementos normativos que requieren integración mediante normas extrapenales; el concepto de información privilegiada como objeto material de la acción típica que debe reunir una serie de requisitos para su relevancia típica, pues además de ser reservada debe ser

relevante para las cotizaciones, concreta y específica respecto a los valores o instrumentos negociados en la Bolsa de Valores.

Por otro lado, la opción legislativa de restringir la lista de sujetos considerados como “*sujetos con acceso directo a la información privilegiada*”, nos parece sumamente apropiado, en vista que permite establecer el alcance de los individuos que habrán de considerarse como sujetos activos del delito, en los casos de recomendación y suministro de información privilegiada, modalidades de comisión en las que si puede identificarse un tipo penal especial propio o específico, considerando la existencia de una violación del deber de lealtad hacia la sociedad emisora. Fuera de los supuestos de recomendación y suministro, el delito no debe entenderse como tipo penal de infracción del deber, sino, como un “*Tipo Penal de Dominio*” donde cualquier persona que haya tenido acceso reservado a información privilegiada, incluso mediante la comisión de un delito, pueda resultar responsable como sujeto activo del tipo de Abuso de Información Privilegiada.

La técnica legislativa en la descripción de los verbos rectores del tipo que delimitan la responsabilidad penal, centrados en la conducta principal de “*utilizar información privilegiada*”, tanto por parte del iniciado primario como del iniciado secundario, para negociar valores en beneficio propio o de un tercero, nos parece por demás acertada, por cuanto solo podrá ser punible el empleo de tal información en la compra, venta o cesión de instrumentos bursátiles, o bien, en la cancelación o modificación que en virtud de tal información realice el sujeto (inversionista o emisor), pues solo de este modo podrá verificarse el beneficio obtenido por el infractor, el daño causado al resto de inversionistas y emisores, así como el impacto que su conducta haya tenido en la integridad del mercado.

Desde nuestro parecer, en virtud del respeto a los principios de mínima intervención, insignificancia, fragmentariedad y *ultima ratio*, estamos de acuerdo con el establecimiento de ciertas condiciones objetivas de punibilidad, entendidas, además, como resultado material del delito, lo cual sirve para deslindar la infracción penal de la infracción administrativa prevista en la Ley del Mercado de Valores de nuestro país, teniendo en cuenta que el bien jurídico protegido es el correcto funcionamiento del mercado de valores y, que, solo las afectaciones que representen el mayor grado de lesividad a dicho bien jurídico deben entenderse como merecedoras del reproche penal.

En cuanto al segundo comportamiento, identificado mediante el verbo “recomendar”, que, igualmente, comprende las conductas de “suministrar”, ambas deben entenderse como la acción de quien comunica información a terceros para que la utilicen en beneficio propio, o bien de otras personas. Al respecto, nos parece apropiada su criminalización en la medida en que, siempre que un tercero con conocimiento de que la información recibida le da una ventaja en la negociación bursátil, respecto del resto de inversionistas y aun así decide emplearla, infringe los principios propios de igualdad y transparencia en el acceso a la información relevante para mercado bursátil, por lo que amerita el reproche penal.

Nuestro país es muy vulnerable ante las crisis financieras y está muy propenso a que se cometan fraudes contra los mercados financieros, como se ha señalado en el apartado correspondiente en la presente investigación. Por lo que, adoptar una política criminal y un marco normativo que desde el derecho penal este orientado a la protección del mercado de valores no es solo una cuestión de adaptar nuestra normativa a los nuevos modelos que se implantan en países desarrollados como Estados Unidos, Europa, Asia o países como Brasil con una economía hoy en día en auge, sino una necesidad real de proteger nuestro mercado ante las amenazas que representan los individuos que valiéndose de estratagemas maliciosos pretenden obtener un lucro indebido a costa del resto de participantes del mercado y de las consecuencia que para la estabilidad financiera pueda traer su comportamiento. Por lo que, es deber del Estado crear el marco legal para conseguir que nuestro mercado de valores funciones eficientemente, valga decir, de la forma más perfecta posible.

RECOMENDACIONES

En primer lugar, se recomienda la confección y correspondiente ejecución de una política criminal integral, enfocada en la prevención, detección, investigación y sanción de prácticas que impliquen desequilibrios para el normal funcionamiento del mercado de valores de El Salvador. Por lo que, la política criminal debe girar en torno a la protección especializada del mercado de valores nacional y sus derivados ante las prácticas de abuso de mercado, entre ellas, las que impliquen el abuso de información privilegiada. Debiendo articular las facultades de supervisión y regulación de la Superintendencia del Sistema Financiero y el Banco Central de Reserva, con la potestad de investigación y persecución del delito encomendada a la Fiscalía General de la República. Todo ello con el objetivo de consolidar y construir un ecosistema de interoperabilidad, que abarque desde la prevención y detección temprana de transacciones con información reservada, identificando patrones inusuales en las transacciones bursátiles, que denoten un desequilibrio o asimetría en el flujo de la información relevante para las cotizaciones, hasta llegar a la judicialización eficiente y efectiva de los casos donde se identifique la comisión de prácticas constitutivas del delito de abuso de información privilegiada.

En segundo lugar, se recomienda la creación e incorporación dentro del Código Penal salvadoreño, del delito de Abuso de Información Privilegiada, orientado a sancionar la conducta de todo aquel individuo que, de forma directa o indirecta o por medio de interpuesta persona ejecute transacciones de compra, venta, cesión, o, en general, realice la transferencia o adquisición de valores e instrumentos financieros cotizados en el mercado de valores y sus derivados, o bien, proceda a la cancelación o modificación de una orden relativa a tales valores o instrumentos financieros, haciendo uso de información privilegiada a la que hubiera tenido acceso por su cargo o posición dentro del ente emisor, su relación profesional o comercial con el mismo, o bien, por haberla obtenido de forma fraudulenta.

En tercer lugar, se recomienda que la pena a imponer ante la comisión del delito, pueda ir desde los seis meses hasta los seis años de prisión y multa de entre veinticuatro y sesenta salarios mínimos más altos urbanos en la industria, o del tanto al triple del beneficio obtenido o favorecido o de los perjuicios evitados si la cantidad resultante fuese más elevada, e inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión o actividad de dos a cinco años. Pena aplicable tanto a los iniciados primarios como a los iniciados secundarios, sin perjuicio de que pudiera establecerse agravantes especialmente para los casos de las Casas Corredoras Bolsa, la Clasificadoras de Riesgo, los funcionarios y empleados de la Superintendencia del Sistema Financiero, que por su especial rol y el deber de confidencialidad que deben guardar respecto de este tipo de información merecen una agravación especial en cuanto a su pena. De igual manera, merecerá una agravación especial, sin perjuicio de los concursos de delitos que puedan tener lugar, las negociaciones de valores e instrumentos financieros que hubiere realizado un individuo valiéndose de información privilegiada a la que hubiere tenido acceso a través de una actividad delictiva.

En cuarto lugar, se recomienda intensificar significativamente la labor de supervisión de la Superintendencia del Sistema Financiero, debiendo reforzar sustancialmente sus facultades de

vigilancia y contraloría de los participantes del mercado bursátil, mediante la asignación de recursos técnicos y personal calificado, con el propósito que la Superintendencia se encuentre en capacidad de monitorización proactiva y fiscalización en tiempo real, que le permita detectar operaciones sospechosas que comporten el uso de información privilegiada, antes de que lleguen a afectar el correcto funcionamiento del mercado de valores nacional, de manera que su rol no sea únicamente el de actuar de forma reactiva (como ha ocurrido con los desfalcos financieros de las últimas tres décadas), sino, esencialmente, de forma preventiva y de respuesta temprana.

En quinto lugar, se recomienda potenciar la cooperación interinstitucional entre la Superintendencia del Sistema Financiero y el Banco Central de Reserva, como entes encargados de la supervisión y regulación del sistema financiero, respectivamente, y la Fiscalía General de la República como entidad encargada de la investigación y persecución del delito en el país. Por lo que, deben establecerse protocolos de actuación conjunta donde de la Superintendencia del Sistema Financiero y el Banco Central de Reserva actúen como auxiliares técnicos especializados, coadyuvando con la Fiscalía General de la República en la labor de recabar y procesar toda la evidencia técnica y probatoria, necesaria para la comprobación de la existencia del delito y su correspondiente enjuiciamiento.

En sexto lugar, se recomienda la formación y capacitación técnica en el área específica del mercado de valores y sus derivados, tanto para la unidad especializada de delitos financieros de la Fiscalía General de la República, como a los Jueces y demás servidores judiciales de la República, así como a las entidades del aparato estatal que coadyuvan con la administración de justicia, en virtud de la complejidad que representa el ecosistema financiero donde se desarrolla este tipo de criminalidad económica y estratificada.

En séptimo lugar, establecer estándares de control más estrictos al interior de la Bolsa de Valores de El Salvador y, eventualmente, de cualquier otra Bolsa que pudiera surgir en este mercado, con lo cual, se deberán adoptar al interior de la Bolsa de Valores todas aquellas herramientas tecnológicas que resulten idóneas y eficaces para la prevención y detección temprana de prácticas de abuso de información privilegiada.

En octavo lugar, crear programas de denuncia ciudadana sobre fraudes en el mercado de valores nacional y sus derivados, poniendo a disposición de las personas denunciantes los canales idóneos para realizar las denuncias de forma anónima y segura, ofreciendo incentivos de protección legal a quienes reporten conductas sospechosas al interior de los entes emisores, de parte de los inversionistas y de cualquier persona, entidad, profesional o funcionario relacionado con el mercado bursátil del país.

En noveno lugar, impulsar programas y campañas de educación por parte de la Superintendencia del Sistema Financiero, el Banco Central de Reserva y la Fiscalía General de la República, mediante las cuales se realicen talleres obligatorios para los sujetos participantes del mercado de valores, entre ellos, las Casas Corredoras de Bolsa, las Sociedades Gestoras de Fondos de Inversión, las Sociedades Titularizadoras, los miembros y empleados de la misma Bolsa de Valores, así como a los miembros de nivel intermedio y de alto rango de los emisores (gerentes, directivos, auditores, accionistas); de igual manera, campañas dirigidas a los mismos inversionistas, sobre las consecuencias legales y éticas sobre el abuso de información privilegiada para realizar operaciones bursátiles.

BIBLIOGRAFÍA

▪ LIBROS.

- Alves Do Nascimento, Philippe. Insider Trading e Direito Penal. Analisis do artigo 27-D N ° 6.385/1976 a partir do Direito Penal Econômico. Sao Paulo: Tirant Lo Blanch, 2023.
- Américo Bianchi, Roberto. Régimen de la Transparencia en la Oferta Pública. Buenos Aires: Zavalia, 1993.
- Bacigalupo, Enrique. Derecho Penal Parte General. Buenos Aires: Hammurabi, 1999.
- Burbano Pérez, Ángel Bolívar. El mercado de valores: una oportunidad de financiamiento. Riobamba: Espoch, 2023.
- Campuzano, Ana Belén, Fernando Conlledo Lantero y Ricardo J. Palomo Zurdo, ed. Los Mercados Financieros. Valencia: Editorial Tirant lo Blanch, 2013.
- Caro Coria, Dino Carlos, Luis Miguel Reyna Alfaro y James Reategui Sánchez. Derecho Penal Económico Parte Especial, Tomo II. Lima.: Jurista Editores, 2016.
- Cazar M. Efraín. El mercado Internacional de Divisas. Principios Básicos. Quito: Abya-Yala, 2001.
- Córdoba Padilla, Marcial, Mercado de Valores. Ciudad de México: ECOE Ediciones, 2020.
- Court Monteverde, Eduardo y Joan Tarradellas Espuny. Mercado de Capitales. México: Pearson Educación, 2010.
- De La Mata Barranco, Norberto J., Jacobo Dopico Gómez-Aller, Juan Antonio Lascuráin Sánchez y Adán Nieto Martín. Derecho Penal Económico y de la Empresa. Madrid: Editorial Dykinson, 2024.
- Delgado Brizuela, Aquiles. Antonio Derecho Bancario Salvadoreño. San Salvador: Artes Gráficas Publicitarias, 2007.
- Demetrio Crespo, Eduardo. ed. Derecho Penal Económico y Teoría del Delito. Valencia: Tirant Lo Blanch, 2020.
- Esteban De la Rosa, Gloria. Operaciones con Información Privilegiada y Mercado de Valores. Valencia: Tirant lo Blanch, 2020.
- Galán Muñoz, Alfonso y Elena Núñez Castaño. Manual de Derecho Penal Económico y de la Empresa. Valencia: Tirant lo Blanch, 2023.
- Galán, Raúl Novoa y Gabriela Novoa Muñoz. Derecho del Mercado de Capitales. Santiago: Editorial Jurídica de Chile, 1995.

- González Cussac, José Luis y Caty Vidales Rodríguez. ed. Tratado de Derecho Penal Económico y de la Empresa, Tomo II. Valencia: Tirant Lo Blanch, 2025.
- Ibáñez Jiménez, Javier Wenceslao. Mercado de Valores. San Salvador: Consejo Nacional de la Judicatura, 2009.
- López, Mardo Iván, Nelson Ernesto Rivera, Pedro Ernesto Domínguez y Kimberly Michelle Sandoval. Uso de criptomonedas como alternativa de alivio financiero al endeudamiento salvadoreño. San Salvador: Aequus Editorial, 2021.
- Martínez Flórez, Aurora. Los Fundamentos de la Prohibición del Abuso de Mercado. Valencia: Tirant lo Blanch, 2019.
- Martínez-Bujan Pérez, Carlos. Derecho Penal Económico y de la Empresa. Parte Especial 7ª Edición. Valencia: Tirant Lo Blanch, 2023.
- Monroy Antón, Antonio J. El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores. Madrid: Dijusa, 2006.
- Montaner Fernández, Raquel Accesoriedad. regulación y derecho penal económico. Una propuesta de teorización desde la regulación del Insider Trading y de la Corrupción Privada. Valencia: Tirant lo Blanch, 2024.
- Navas Mondaca, Iván. Derecho Penal Económico. Parte Especial. Actualizado a la Ley 21.595 de delitos económicos. Valencia: Tirant lo Blanch, 2024.
- Nieto Martin, Adán y Carlos Ernesto Sánchez Escobar. Derecho Penal Económico. San Salvador: Consejo Nacional de la Judicatura, 2009.
- Pineda Argueta, Hugo Dagoberto. Derecho Administrativo Sancionador e Independencia Judicial en El Salvador. San Salvador: Aequus Editorial, 2015.
- Rodríguez Azuero, Sergio y Enrique Rodolfo Escobar López. Contratación Bancaria y Financiera. San Salvador: Consejo Nacional de la Judicatura, 2008.
- Ruiz Rodríguez, Luis Ramón. ed. Sistema penal de protección del mercado y los consumidores. Actas del II Seminario Internacional de Derecho Penal Económico. Jerez: Tirant lo Blanch, 2000.
- Salazar Hernández, Santiago Andrés. Derecho Financiero. Bogotá: Tirant Lo Blanch, 2025.
- Wenceslao Ibáñez, Javier y José Luis Fernández Fernández. ed. Ética y Mercado de Valores. Madrid: Editorial Marcial Pons, 2002.

▪ **FUENTES HEMEROGRAFICAS:**

- Faraldo Cabana, Patricia. "Algunos aspectos del delito de uso de información reservada en el mercado de valores en el proyecto de Código Penal de 1994". Revista Estudios Penales y Criminológicos, N. 18, (1994-1995): 45-122.
- Ferrandis Ciprián, Daniel y Lucia Martínez Garay. "Tratamiento penal del abuso de información privilegiada en el mercado financiero". Revista Estudios Penales y Criminológicos XXIII, n.23 (2002): 99-174.
- García Palominos, Gonzalo. "Modelo de protección en normas administrativas y penales que regulan el abuso de Información Privilegiada en la legislación chilena". Revista Política Criminal: Revista Electrónica Semestral de Políticas Públicas en Materias Penales, n.15 (2013): 23 – 63.
- García Sanz, Judith. "El delito de abuso de información privilegiada". Revista Anales de la Facultad de Derecho, Universidad de La Laguna, n.29 (2012): 55 – 71.
- López Barja de Quiroga, Jacobo, "El Insider Trading", Anuario de derecho penal y ciencias penales, Tomo 46, n.3, (1993): 1031-1060.
- Moreda De Lecea, Carlos. "El Abuso de Información Privilegiada (Insider Trading): Una Perspectiva Ética", Scripta theologica: revista de la Facultad de Teología de la Universidad de Navarra, Vol. 28, Fasc. 1, (1996): 121-146.
- Otero González, Pilar. "Abuso de información privilegiada de funcionario (delito de)". Revista Enumía, Revista en Cultura de Legalidad, n1, (2011): 167 – 172.
- Reaño Peschiera, José Leandro. "La problemática del bien jurídico protegido en el delito de insider trading y su técnica de protección". Themis Revista de Derecho, n.42 (2001): 337-348.
- Rosas Oliva, Juan Ignacio. "El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores: análisis crítico de la regulación contenida en la Ley N° 18.045". Revista Gaceta Jurídica, n.299 (2005): 7-24.
- Sánchez Escobar, Carlos Ernesto. "Política Criminal y Principialismo. Una perspectiva desde los principios de legalidad, dignidad, lesividad y culpabilidad". VIII Conferencia Iberoamericana sobre Política Criminal y Delincuencia en El Salvador, noviembre de 2001.
- Vásquez Cañizares, Julio Cesar. "Subtipos agravados del delito de abuso de información privilegiada: análisis del artículo 285.2 del Código Penal". Anuario Jurídico Villanueva, n.9 (2015): 93 – 117.

- Vega Gutiérrez, Zamyra. “Problemas exegéticos en las modalidades del insider trading” (art. 285 CP español). Revista Nuevo Foro Penal, n.81 (2013): 162-209.

- **TESIS**

- Monteiro Sanchotene, Salise. “O delito de Uso de Informação Privilegiada: contexto, evolução e bem jurídico. Estudo comparado dos ordenamentos jurídicos espanhol e brasileiro”. Tesis doctoral, Universidad Autónoma de Madrid, 2017.
- Vega Gutiérrez, José Zamyra. “El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, especialmente en el derecho penal español (Art. 285 CP)”. Tesis Doctoral, Universidad de Alcalá, 2010.

- **NORMATIVA NACIONAL**

- Constitución de la Republica de El Salvador. El Salvador: Asamblea Legislativa de El Salvador, 1983.
- Código de Comercio. El Salvador: Asamblea Legislativa de El Salvador, 1970.
- Código Penal. El Salvador: Asamblea Legislativa de El Salvador, 1997
- Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta. El Salvador: Asamblea Legislativa de El Salvador, 2002.
- Ley de Bancos. El Salvador: Asamblea Legislativa de El Salvador, 1999.
- Ley de Emisión de Activos Digitales. El Salvador: Asamblea Legislativa de El Salvador, 2023.
- Ley Especial Contra Delitos Informáticos y Conexos. El Salvador: Asamblea Legislativa de El Salvador, 2016.
- Ley del Mercado de Valores. El Salvador: Asamblea Legislativa de El Salvador, 1994.
- Ley Especial de Extinción de Dominio y de La Administración de los Bienes de Origen Destinación Ilícita. El Salvador: Asamblea Legislativa de El Salvador, 2013.
- Ley Especial para la Prevención, Control y Sanción del Lavado de Activos, Financiamiento del Terrorismo y Financiamiento de la Proliferación de Armas de Destrucción Masiva. El Salvador: Asamblea Legislativa de El Salvador, 2025.
- Ley de Supervisión y Regulación del Sistema Financiero. El Salvador: Asamblea Legislativa de El Salvador, 2011.

- Memorandum Multilateral de Entendimiento de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO). Luxemburgo: Superintendencia del Sistema Financiero y IOSCO, 2013.
- Objetivos y Principios para la Regulación de los Mercados de Valores de IOSCO. Organización Internacional de Comisiones de Valores: Septiembre de 1998.

▪ DERECHO COMPARADO

- Código Penal (Ley Orgánica 10/1995). España: Las Cortes Generales, 1995.
- Directiva Sobre las Sanciones Penales Aplicables al Abuso de Mercado (Directiva 2014/57/UE). Unión Europea: Parlamento Europeo y del Consejo, 2014.
- Ley del Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión (Ley Orgánica 6/2023). España: Cortes Generales, 2023.
- Reglamento Sobre Abuso de Mercado (Reglamento (UE) N° 596/2014). Unión Europea: Parlamento Europeo y del Consejo, 2014.

▪ PAGINAS DE INTERNET

- Bolsa de Valores de El Salvador, acceso el 9 de noviembre de 2025. <https://www.bolsadevalores.com.sv/>
- Data Commons, acceso el 9 de noviembre de 2025. https://datacommons.org/place/country/SLV?utm_medium=explore&mprop=amount&popt=EconomicActivity&cpv=activitySource,GrossDomesticProduction&hl=es
- Superintendencia del Sistema Financiero: “Comunicado de Prensa: SSF firma Memorandum Multilateral de Entendimiento IOSCO”. <https://www.ssf.gob.sv/images/firma%20memorandum%20IOSCO.pdf>
- “Universidad Centroamericana José Simeón Cañas: La banca de nuevo en cuestión: el caso CREDISA”, revista Proceso, n.841, ISSN 0259-9864, (3 de febrero de 1999), Universidad Centroamericana José Simeón Cañas. <https://www.uca.edu.sv/publica/proceso/proc841.html#editorial> (acceso el 26 de julio de 2025, a las 18:06).
- Luis Fernández, “FGR San Salvador presenta acusación en contra de tres hermanos vinculados al caso Forex”, Fiscalía General de la República (jueves 20 de junio de 2019). <https://www.fiscalia.gob.sv/fgr-san-salvador-presenta-acusacion-en-contra-de-tres-hermanos-vinculados-al-caso-forex/> (acceso el 10/11/2025 a las 12:05).

- Redacción Diario El Mundo, “Presentan nueva acusación por estafa contra hermanos Rivas Álvarez ligada al caso Forex”, Diario El Mundo (martes 9 de julio de 2024). <https://diario.elmundo.sv/nacionales/presentan-nueva-acusacion-por-estafa-contra-hermanos-rivas-alvarez-ligada-a-caso-forex>. (Consultado el 10/11/2025 a las 12:19).
- Angela María Alfaro Rivas, “Envían a prisión a 8 fundadores y directivos de ACOTEMIC de RL y ACOMATIC de RL por movilizar ilegalmente \$49 millones”, Fiscalía General de la República (miércoles 24 de mayo de 2023). <https://www.fiscalia.gob.sv/envian-a-prision-a-8-fundadores-y-directivos-de-acotemic-de-r-l-y-acomatic-de-r-l-por-movilizar-ilegalmente-49-millones/>. (acceso el 10/11/2025 a las 18:19).