

El artículo fue publicado con algunas modificaciones en: Revista de Ciencias Sociales n° 79 de la Facultad de Derecho - Universidad de Valparaíso. Chile. 2022. (pp.47-73)

El delito de información privilegiada en el mercado de capitales (art. 307 CPA)

por *Dr. Sebastian Alberto Donna*¹

Resumen

Este trabajo aborda el delito de *información privilegiada* o *insider trading* en el mercado de capitales según el art. 307 del Código penal argentino.

Palabras clave: Derecho penal, información privilegiada, insider trading, mercado de capitales

Summary

This paper deals with the crime of insider trading in the capital market according to art. 307 of the Argentinean Criminal Code.

Keywords: Criminal law, insider trading, insider information, capital market.

1. Introducción

Este trabajo aborda el delito de *información privilegiada* o *insider trading* en el mercado de capitales según el art. 307 del Código penal argentino.

La necesidad de regular el uso de información privilegiada ha sido durante mucho tiempo una cuestión controvertida. El crítico más conocido de la prohibición de las operaciones con información privilegiada es el estadounidense *Henry G. Manne*, que publicó un estudio económico sobre las operaciones con información privilegiada en 1966 y llegó a la conclusión de que éstas son beneficiosas para la eficacia de la asignación del mercado de capitales, ya que la información privilegiada fluye gradualmente hacia

¹ Doctor en Derecho penal, UBA; Abogado, UBA; Magister Derecho & Economía, UBA + Magister en Economía Aplicada, UTDT; (ex)Gastwissenschaftler Georg-August Universität Göttingen. Institut für Kriminalwissenschaften. CEDPAL (Alemania); Docente, UBA.

la bolsa o el precio del mercado y contribuye así a la formación de precios justos. Sin embargo, sigue sin estar claro si se puede medir con precisión la influencia de la información privilegiada en la formación de los precios y cómo hacerlo.²

En cuanto a la utilidad de la información privilegiada, también se argumenta que ésta podría crear incentivos para que la dirección actúe con ánimo de lucro. Dado que, debido a la separación de la propiedad y la gestión, los beneficios de la actividad empresarial benefician principalmente a los accionistas y no a la gestión (conflicto principal-agente), esto podría compensarse permitiendo el uso de información privilegiada. Sin embargo, la remuneración de la información privilegiada se basaría en el acceso a la información relevante y no en la gestión empresarial, de modo que los gestores de las empresas podrían beneficiarse no sólo de la información positiva sino también de la negativa, algo que se haría a través de la venta en corto y las opciones de venta.

Por lo tanto, para *Dörte Poelzig*, permitir el uso de información privilegiada no sólo frustraría el objetivo de promover la gestión en interés de la empresa, sino que prácticamente lo convertiría en su contrario. Por último, el principal argumento en contra de la prohibición de las operaciones con información privilegiada es que éstas no conocen víctimas (delito sin víctimas), ya que la pérdida de un inversor que negocia con una persona con información privilegiada es tan elevada como cuando negocia con un "extraño". Sin embargo, la totalidad de los inversores que negocian sin conocer la información privilegiada sufren una pérdida neta igual a la ganancia del iniciado. Por lo tanto, no se trata de un delito sin víctimas en sentido estricto, como la posesión de drogas. En consecuencia, se reconoce en gran medida la necesidad de prohibir el uso de información privilegiada. La prohibición de las operaciones con información privilegiada tiene por objeto garantizar la igualdad de oportunidades para todos los inversores en el mercado de capitales y aumentar la confianza de los inversores en la integridad del mercado y, por tanto, su disposición a invertir, lo que a su vez refuerza el funcionamiento del mercado de capitales.³

² Poelzig Dörte, Kapitalmarktrecht. C.H. Beck. 2018, p.173, Rn 364, München 2018.

³ Ibidem

Por ello la prohibición de la información privilegiada se dirigiría a fortalecer la confianza del inversor en el trato igualitario de todos los operadores del mercado en su acceso a la información relevante, y de ese modo al mismo tiempo fortalecer también el correcto funcionamiento de los mercados.

El tema del mercado de valores como es sabido no es un tema azaroso donde las personas van a realizar una compra-venta de acciones o bonos, si no que, tiene un análisis técnico (sistema Fibonacci, Dow, gráficos, precios, volumen, interés abierto, medias móviles, etc.).

Esto da como resultado las tareas esenciales de la ley del mercado de capitales: El público inversor debe tener acceso a tanta información como sea posible, relevante para el valor de un instrumento financiero, de modo que los inversores no corran el riesgo de adquirir un instrumento financiero inadecuado o sobrevalorado y luego retirar su capital del mercado de manera decepcionante. Esto ayudará a sacar mucho capital del mercado. Se tiene en cuenta en un gran número de obligaciones de información en virtud de la legislación del mercado de capitales, que obliga a los emisores en particular, pero también a otros agentes del mercado de capitales, a poner a disposición del mercado la información pertinente en determinadas situaciones.⁴

Así, encontramos la famosa frase que dice *“los movimientos del mercado lo descuentan todo”* probablemente sea la piedra angular del análisis técnico. El técnico cree que cualquier cosa que posiblemente pueda afectar el precio -por razones fundamentales, políticas, psicológicas u otras- se refleja realmente en el precio de ese mercado. Se concluye, entonces, que todo lo que hace falta es un estudio de los movimientos de los precios.

Lo que significa simplemente es que toda la información relevante sobre las ganancias, nuevos productos, gestión, y demás informaciones (los datos fundamentales) actualmente conocidas ya están incorporadas en el precio de sus acciones.⁵

⁴ Poelzig Dörte. Kapitalmarktrecht... p. 1, Rn. 2.

⁵ Weinstein Stan. Secretos para ganar en los mercados alcistas y bajistas. Alor editions, Barcelona, 2014, p. 17/8

La idea de que los precios se mueven por tendencias, de esta manera, el único propósito de la representación gráfica de los movimientos de precios de un mercado es identificar tendencias que están en las primeras etapas de su desarrollo, con el fin de que las transacciones vayan en la dirección de dichas tendencias.⁶

Hay una diferencia entre el pronóstico técnico y la previsión fundamental. Mientras que el análisis técnico se concentra en el estudio de los movimientos del mercado, el análisis fundamental lo hace en las fuerzas económicas de la oferta y la demanda que hacen que los precios suban, bajen o se queden igual. El enfoque fundamental examina todos los factores relevantes que afectan al precio de un mercado para determinar el valor intrínseco de dicho mercado. El valor intrínseco es lo que los fundamentos indican como valor real de algo según la Ley de la oferta y la demanda. Si este valor intrínseco está por debajo del precio actual de mercado, quiere decir que el mercado está sobrevaluado y debe venderse. Si el precio de mercado está por debajo del valor intrínseco, entonces el mercado está infravalorado y debe comprarse.⁷

Ambos enfoques del pronóstico sobre el mercado intentan solucionar el mismo problema, es decir, determinar la dirección en la que los precios probablemente se moverán, pero considerando este problema desde diferentes posiciones.

Las discrepancias aparecen en que unos sostienen, que el precio del mercado tiende a marcar el camino de los fundamentos conocidos. En otras palabras, el precio del mercado actúa como un indicador clave de los fundamentos o del conocimiento convencional del momento. Mientras que los fundamentos conocidos ya han sido descontados y ya están reflejados en el mercado, los precios reaccionan ahora a los fundamentos desconocidos.⁸

2. El insider trading

La referencia al *insider trading* es muy frecuente en la doctrina para referirse al uso indebido de información privilegiada o reservada en el ámbito del mercado de valores.

⁶ Murphy, Análisis técnico... p.29.

⁷ *Ibidem*.

⁸ *Ibidem*.

Alude en su denominación a personas con posibilidad de acceso a esa información, y a la negociación por la cual típicamente se la aprovecha.⁹

La figura del *insider*, evoca el carácter de una persona vinculada con un emisor (en sentido amplio) de valores negociables en el mercado de valores, que por esa relación puede obtener un beneficio económico, o evitar un perjuicio al tener acceso a información no pública.¹⁰

La doctrina absolutamente mayoritaria atribuye el origen de la regulación legal del *insider trading* a la normativa norteamericana sobre títulos valor, esto es, la *Securities Act* (1933) y la *Securities Exchange Act* (1934), surgidas a raíz del famoso crack bursátil de la bolsa de Nueva York en 1929.¹¹

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

En el caso *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.* (1968) el Tribunal Federal aplicó la regla “informar o abstenerse” (*disclose or abstain rule*), en virtud de la cual se obliga a quien poseen información relevante para las cotizaciones a comunicar antes de llevar a cabo cualquier operación. Aquí los directivos y empleados compraron acciones de una compañía minera para la que trabajaban, antes de que se hiciera público el descubrimiento de importantes reservas mineras.¹²

Otro caso importante es el de *Shapiro v. Merrill Lynch Pierce Fenner & Smith* (1974), la importancia de este caso radica en que se condenó a la sociedad propiamente dicha y no a los inversores, pues entre estos y la otra compañía involucrada no existía ninguna relación de confianza. Así, Merrill Lynch recibió información confidencial por parte de

⁹ Paolantonio Martin E. Derecho penal y Mercado Financiero: ley 26.733. p. 63. Edit. Abeledo-Perrot. Bs.As. 2012

¹⁰ *Ibíd*em

¹¹ José Zamyra Vega Gutiérrez. Mercado de Valores en Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursátil: *Insider Trading*. p. 9-10. BdeF. Madrid. 2013

¹² Vega Gutiérrez, Mercado de Valores.. p. 11

los administradores de la sociedad. Douglas Lynch Pierce comunico dicha información a los clientes institucionales, que rápidamente se deshicieron de las acciones de Douglas, provocando así el desplome de las acciones.¹³

En el caso U.S v. O'Hagan (1988) se condenó el 25 de junio de 1997 a un abogado que gano 4.3 millones de dólares mediante la compra de opciones sobre acciones de una compañía que iba a ser adquirida a través de una OPA por otra que era cliente de la firma para la que trabajaba el abogado. De esta forma, se asimila al *insider* a quien se apodera de información confidencial para negociar títulos en los mercados de valores, quebrantando la lealtad debida a la fuente de información. Este caso marco un giro sustancial en la jurisprudencia, ya que por primera vez el Tribunal Supremo de los Estados Unidos estableció que la lealtad quebrantada no ha de ser necesariamente la debida a la compañía emisora de los títulos.¹⁴

El mercado de valores español ha sido también escenario de algunos casos emblemáticos de aparentes operaciones con información privilegiada; sin embargo no se encuentran muchas condenas por información privilegiada. El caso Villalonga (1998) el TS emitió una sentencia en la que afirma la existencia de *insider trading*, pero que la acción penal había prescrito y, en consecuencia exime de responsabilidad penal a los imputados. El 2 de enero de 1998 Juan Villalonga adquirió 264.224 opciones sobre acciones de Telefónica con un crédito de 200 millones de pesetas, obtenido de Argentina. En ese momento, Villalonga era presidente de Telefónica y en esos días negociaba en secreto una fusión con la compañía telefónica estadounidense MCI-WorldCom. El consejero de Telefónica Alberto Cortina Alcocer, también realizo simultáneamente una operación similar por la misma cuantía, aunque a través de una sociedad controlada por el. Villalonga obtuvo ganancias por el orden de los 21.300.000 pesetas en tan solo 14 días, ya que decidió vender sus títulos antes del vencimiento de los mismos, después de que el presidente de la CNMV Juan Fernández Armesto le recomendara que diera a conocer públicamente su comprar, a pesar de no estar legalmente obligado a ello. La CNMV realizo una investigación sobre la operación

¹³ Ibídem

¹⁴ Vega Gutiérrez. Mercado de Valores.. p. 13

pero tuvo que cerrarla ya que no pudo probar que se habían valido información privilegiada.¹⁵

3. La información privilegiada

Ahora bien, el Art. 307 del CPA reprime el llamado abuso de información privilegiada. De acuerdo a la definición de la expresión “*información privilegiada*” recogida por el Art. 77 del CP, ella comprende toda información no disponible para el público cuya divulgación podría tener significativa influencia en el mercado de valores.

Al respecto el Art. 2 del decreto 677/01 perteneciente al Régimen de Transferencia de la Oferta Publica dice “*Información reservada o privilegiada: A toda información concreta que se refiera a uno o varios valores, o a uno o varios emisores de valores, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera sustancial sobre las condiciones o precio de colocación o el curso de negociación de tales valores*”.¹⁶

En España, el concepto de información privilegiada se encuentra definida en el art. 7 RAM. Por tal se entiende toda información que reúne las siguientes características a) que sea concreta; b) que no se haya hecho política (reservada); c) que se refiera a un instrumento financiero, por lo menos, o a sus derivados; d) que, en el supuesto de ser publicada, sea capaz de influir de forma apreciable en los precios de cotización de los instrumentos a los que la información se refiere.

Podemos decir que, una información es privilegiada cuando su divulgación haría variar la cotización de los valores a los que la información se refiere. Tres notas destacan en el concepto de información privilegiada. En primer lugar, se debe tratar de una información reservada que no ha sido hecha pública. En segundo lugar, debe ser una información concreta. Simples rumores, de que algo puede suceder, no constituyen información privilegiada. Y en tercer lugar debe tener la relevancia de ser capaz de influir sobre la cotización del instrumento al que se refiere. La información sobre una opa en

¹⁵ *Ibíd*em

¹⁶ <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/65000-69999/67128/norma.htm>

curso reúne estos tres elementos, pues es reservada, afecta a unos valores concretos y de hacerse pública haría variar la cotización.¹⁷

En Alemania, la prohibición de las operaciones con información privilegiada regulada originalmente en el Art. 14 de la WpHG (*Gesetz über den Wertpapierhandel - Wertpapierhandelsgesetz*) para aplicar la MAD (*Market Abuse Directive -Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen parlament und des Rates v. 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation*) se encuentra ahora en el Art. 14 de MAR (*Marktmissbrauchsrecht*). Información desconocida y relevante para la negociación de valores.¹⁸

Se trata de información precisa que no se conoce públicamente, que se refiere directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros y que, si se conociera públicamente, podría tener un efecto significativo en el precio de estos instrumentos financieros o en el precio de los instrumentos financieros derivados relacionados. La definición no sólo es relevante para el derecho de información privilegiada, sino que también se aplica en gran medida a la publicidad en virtud del Art. 17 MAR.¹⁹

La esencia de la información privilegiada es que no es *todavía de dominio público*. Según el Art. 13 de la WpHG (versión antigua), la información sobre una circunstancia o un acontecimiento se consideraba de dominio público si un número indeterminado de personas podía tomar nota de ella. Para ello, bastaba con el llamado público sectorial, al que pertenecen todos los profesionales del mercado. En el caso de la publicidad sectorial, se consideró que la información era de dominio público, independientemente de que los inversores privados también pudieran tomar nota de la información. En cambio, con la nueva ley, lo importante es el amplio público inversor. No se trata del

¹⁷Fernando Zunzunegui, ¿Qué es el insider trading? Revista de Derecho del Mercado Financiero. rdmf.wordpress.com. Octubre de 2006. p. 1

¹⁸ Poelzig Dörte, Kapitalmarktrecht. C.H. Beck. 2018, p. 172, Rn 363

Con la Directiva de abuso de mercado 2014/57/UE (MAD), el legislador europeo impuso una transformación integral de la ley de abuso de mercado a los Estados miembros de la UE en 2014. Esto también incluye la obligación de establecer sanciones penales por operaciones con información privilegiada y manipulación del mercado, al menos en casos graves y en caso de intención. La incitación y la ayuda, así como el intento de abusar del mercado, también deben ser sancionados penalmente en todos los países de la UE en el futuro.

¹⁹ Poelzig Dörte, Kapitalmarktrecht... p. 173 Rn. 365

público en general, sino de un público del mercado de capitales que, sin embargo, va más allá del círculo de participantes profesionales en el mercado e incluye a todos los inversores en el mercado de capitales. En cualquier caso, el público inversor puede tomar nota si la información se difunde por la prensa nacional u otros medios de comunicación (como la televisión o Internet). Sin embargo, por regla general, el público inversor en general también es informado mediante anuncios ad hoc por parte de los emisores de conformidad con el Art. 17 MAR, en la medida en que estos anuncios son transmitidos electrónicamente a sus clientes por agencias especializadas en la difusión de noticias empresariales (por ejemplo, Reuters) (Art. 17, párrafo 10 MAR en relación con el Art. 2 de la OED 2016/1055). La información privilegiada debe divulgarse de forma gratuita, simultánea y lo más rápidamente posible a "todas las categorías de inversores de la Unión" (considerando 1, frase 2 del Reglamento 2016/1055).²⁰

El público en general no está presente cuando se divulga información en una junta general, ya que sólo pueden asistir los accionistas y no los posibles inversores. Además, a las ruedas de prensa sólo asiste un grupo limitado de personas

La información falsa no es información privilegiada, de acuerdo con el Art. 17 (2) MAR, la información debe considerarse precisa si se refiere a circunstancias o un evento que "ya existió" o "ha ocurrido". En el caso de información incorrecta, este no es precisamente el caso. Incluso en el uso cotidiano del lenguaje, la "información incorrecta" no es información, sino desinformación que no conduce al conocimiento sino a un error. Si la persona con información privilegiada cree que la información es verdadera, puede, sin embargo, ser procesado por intento de uso de información privilegiada (considerando 119 (4) WpHG).²¹

4. El artículo 307 del Código Penal argentino desde la teoría del delito.

Bien Jurídico

En la discusión sobre el BJ se ha sostenido que, con la sanción del abuso de información privilegiada se ha buscado, garantizar la igualdad de condiciones y oportunidades de todos los inversores, es decir tanto los que se encuentran dentro del mercado de

²⁰ Poelzig Dörte, Kapitalmarktrecht... p. 183/4, Rn 382

²¹ Poelzig Dörte, Kapitalmarktrecht... p. 176, Rn. 371

capitales y poseen ese tipo de información y los que se encuentran fuera y no la tienen.²²

Así las cosas, es el correcto desenvolvimiento del orden económico y financiero del país. El suministro o el uso de esa información privilegiada por parte de las personas enumeradas en esta norma provocan una alteración en los mercados financieros y bursátiles, lo que conduce a la afectación de la confianza de los inversores.²³ Existe un bien jurídico que consiste en la seguridad de las transacciones y la inmovilidad del mercado de valores.²⁴

Señala *Luigi Foffani* que, se conforma un bien jurídico supranacional (el ahorro) que se separa de la esfera del patrimonio individual y que se convierte en inversión, que en los casos normales se confía a los institutos de crédito y otros intermediarios financieros.²⁵

En relación a ello surgen distintas necesidades de protección que se caracterizan en función de dos términos clave: *protección de funciones* y *protección del inversor*. Por un lado, se trata de la protección del inversor frente a los intermediarios financieros o frente a otros participantes del mercado. En este caso hay que distinguir entre la protección al inversor particular aisladamente considerado (protección individual) y la protección de la figura del inversor en el sentido de la masa de inversores (protección de carácter supraindividual). Por el otro lado se trata de la tutela de las condiciones de funcionamiento de los mercados de capitales.²⁶

En muchos casos, la información sobre futuras inversiones o fusiones de sociedades cuyos títulos cotizan en bolsa desemboca en su empleo indebido por parte de los operadores bursátiles lo que provoca un alza injustificada de las acciones bursátiles.²⁷

²² Donna Edgardo. Derecho penal. Parte especial. Tomo IV. 3 edición actualizada. Rubinzal-Culzoni. Santa Fe. 2014, p. 532

²³ Aboso Gustavo Eduardo. Código Penal. Comentado, concordado con jurisprudencia, 4 edición, BdeF, 2017. p. 1515

²⁴ Donna. Derecho penal... p. 533

²⁵ Luigi Foffani. Delitos bancarios y bursátiles. p.113, en Eurodelitos. El Derecho penal económico en la Unión Europea, director, Klaus Tiedemann, Coordinador. Adán Nieto Martín. Ediciones Universidad de Castilla-La Mancha. 2004

²⁶ Luigi Foffani. Delitos bancarios p. 113/4

²⁷ Aboso. Código Penal... p. 1515

En la doctrina económica y jurídica (mercantil, administrativa y penal) comúnmente se afirma que las operaciones con información privilegiadas en el mercado de valores pueden afectar una pluralidad de intereses jurídicos. En este sentido la doctrina española suele invocar el planteamiento de *Stratenwerth*, quien agrupa en alrededor de tres criterios las afectaciones que provoca el uso de información privilegiada.²⁸

Así en primer lugar, se sostiene que las operaciones de iniciación pueden configurarse como un abuso de confianza frente a la empresa en la que el insider labora o para la que desempeña su actividad profesional, en segundo lugar, tales abusos constituyen un engaño a otros inversores y, en ese sentido, una violación del principio de igualdad de oportunidad, 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 capitales.²⁹

Acciones Típicas

Las acciones típicas son dos: suministrar o utilizar información privilegiada a la que el autor tuvo acceso en ocasión de su actividad.

De esta manera la acción típica puede revestir distintas formas: de adquisición o venta directa o indirecta (a través de una persona intermedia) de aquellos títulos a que se refiere la información, abarcando también otros actos jurídicos a ello dirigido.³⁰

Así las cosas, las acciones típicas son las de suministrar la información a un tercero, por sí o por intermedio de otra persona, o directamente utilizarla en su provecho. Ese abuso de la información privilegiada debe tener como finalidad la negociación, cotización, compra, venta o liquidación de valores negociables.

La idea esencial es la información privilegiada a la que el sujeto hubiera tenido acceso en ocasión de su actividad, para la negociación, cotización, compra, venta o liquidación de valores negociables. La Ley ha utilizado el termino correcto, el de que se trata de una información privilegiada, en el sentido de que algunos pocos la tienen.³¹

²⁸ Vega Gutiérrez. Mercado de Valores... p. 103

²⁹ Ibidem

³⁰ Luigi Foffani. Delitos bancarios.... p. 115.

³¹ Donna. Derecho penal.... p.534

Por suministrar, se entiende proporcionar o poner al alcance de una persona o cosa algo que necesita. aprovisionar, surtir, abastecer, facilitar, conceder, deparar, proporcionar, proveer. En otras palabras, quiere decir que la persona revela o entrega dicha información a una tercera persona.

Por utilizar se entiende aprovecharse o servirse de algo o alguien. En este caso es aprovecharse de esta información a los fines de obtener una mayor rentabilidad, por sobre la que obtendrán los demás. Como los autores tiene la obligación de reservar esos datos, lo que expresamente se castiga es el suministrar o utilizarlos.

Para *Donna* sin perjuicio de que resulte dable inferir que las acciones incriminadas podrían tener en el aspecto subjetivo del tipo una ultrafinalidad como es la de obtener un rédito económico, lo cierto es que ello no surge de la norma por lo que, a fin de no vulnerar el principio de legalidad, solo se requiere que el autor las cometa para "*la negociación, cotización, compra, venta o liquidación de valores negociables*". Y este punto es mas que importante para catalogar a estos tipos penales.³²

Según *Dörte Poelzig*, la información tiene que ser precisa, es "precisa" en el sentido del artículo 7, apartado 1, del MAR, si es lo suficientemente específica como para permitir que se extraiga una conclusión sobre los posibles efectos de las circunstancias o del acontecimiento en el precio de los instrumentos financieros. La característica de la especificidad del precio filtra la información obviamente irrelevante, de modo que se puede prescindir de un examen exhaustivo de la relevancia del precio.³³

Según la jurisprudencia del EuGH³⁴ en el caso *Lafonta*, no es necesario para la especificidad del precio que la información permita predecir la dirección del movimiento del precio. Para clasificar la información como precisa, basta con que la información tenga un impacto en el precio de las acciones cuando se conozca, aunque no esté claro si el mercado valorará el proyecto positiva o negativamente. La información que no es precisa incluye, en particular, conjeturas o especulaciones meramente vagas.³⁵

³² Donna. Derecho penal... p.535

³³ Poelzig Dörte, Kapitalmarktrecht... p. 177, Rn. 372

³⁴ Europäischer Gerichtshof

³⁵ Ibidem

Para *Orce*, para criminalizarlas, lo primero sería constatar que la conducta prohibida realmente ocasione un perjuicio al mercado. Esa parece ser la orientación de este tipo penal, sobre todo si se tiene en cuenta que el inc. C) del art. 308 agrava la pena cuando el uso de la información privilegiada “*causare un grave perjuicio en el mercado de valores*”.³⁶

De conformidad con el Art. 7, párr. 2, del MAR, la información sobre circunstancias o acontecimientos futuros también puede ser precisa incluso antes de que se produzcan, tan pronto como pueda esperarse razonablemente que existan o se produzcan. Para ello, hay que tener en cuenta la perspectiva del inversor razonable. La cuestión es si el inversor razonable, teniendo en cuenta todos los indicios disponibles, espera que se produzca esa circunstancia. Lo que se requiere es una probabilidad realista.³⁷

Señala *Tiedemann* que, cumplen con la exigencia de información privilegiada, los datos económicos empresariales tales como el volumen de negocios, el de beneficios, pero también las ofertas de fusiones y la información de mercado relativa a la empresa.³⁸

Objeto

Desde un punto de vista objetivo, la conducta consiste en la adquisición, transmisión o cesión de un instrumento financiero, o en la cancelación o modificación de una orden relativa a este tipo de objeto, usando información privilegiada a la que se ha tenido acceso reservado. También se castiga, la conducta de recomendar a un tercero el uso de información privilegiada para llevar a cabo tales operaciones.³⁹

De esta manera, se trata de toda información reservada de cualquier clase de valores o instrumentos negociables en algún mercado organizado oficial o reconocido a la que haya tenido acceso el autor del hecho. Información que debía quedar secreta y que el

³⁶ Orce Guillermo. Código Penal y normas complementarias. Análisis doctrina y jurisprudencia. Tomo. 12, parte especial. Bs. As. 2013. Edit. Hammurabi. p. 626

³⁷ Poelzig Dörte, Kapitalmarktrecht... p.177/8. Rn. 373

³⁸ Tiedemann, Manual de Derecho...p. 385 Rn. 358

³⁹ Estrada i Cuadras Albert. Delito de abuso de información privilegiada (insider trading) p. 517, en Lecciones de derecho penal económico y de la empresa. Silva Sánchez Jesús María (dir), Edit. Atelier. Barcelona 2020.

sujeto la conoce por su actividad interna y que, en el momento del hecho, no ha trascendido al exterior.⁴⁰

En el art. 7 del decreto 677/01 establece la obligación de guardar reserva para una amplia gama de sujetos con acceso a información reservada o privilegiada en el ámbito de la oferta pública. Adicionalmente, el art. 33 del mismo cuerpo normativo reitera el carácter ilícito de la conducta, al proveer las acciones de recupero contra quienes, violando dicha prohibición, hubieren obtenido, para sí o para terceros, ventajas de cualquier tipo.⁴¹

Por su parte, las Normas de la Comisión Nacional de Valores, (libro 6, Transparencia, capítulo XXI) reglamentan la obligación de guardar reserva de la información relevante sin divulgación pública (art.15), enunciando las conductas expresamente prohibidas (art.27).⁴²

La parte final del art. 307 del CP, conecta con la segunda acción típica (utilizar) se refiera a la “negociación cotización, compra, venta o *liquidación de valores negociables*.”⁴³ El art. 2 del decreto 677/01 se refiere a que se entiende por valores negociables.

El art. 14 del MAR prohíbe (1) las operaciones con información privilegiada, es decir, el uso de información privilegiada para adquirir o ceder instrumentos financieros (Art. 8 párr. 1; 14 letra a del MAR); (2) la recomendación o instigación para adquirir o ceder instrumentos financieros sobre la base de información privilegiada, así como el uso de recomendaciones o instigaciones (Art. 8 párr. 2,3; 14 b) MAR y, por último, (3) la divulgación ilícita de información privilegiada (Art. 8 párr. 3, 14 letra c MAR).

De conformidad con el artículo 7 (1) (a) MAR, la información precisa debe referirse a uno o más emisores o a los propios instrumentos financieros de conformidad con el artículo 7 (1) (a) MAR.

⁴⁰ Donna. Derecho penal... p.536

⁴¹ Paolantonio Martin E. Derecho penal y Mercado Financiero: ley 26.733. Edit. Abeledo-Perrot. Bs.As. 2012. p.64

⁴² Paolantonio. Derecho penal... p. 66

⁴³ Paolantonio. Derecho penal... p.105

Por ejemplo, la información relativa a los instrumentos financieros son, las ofertas públicas de adquisición de otra empresa, la situación de los pedidos en la bolsa de valores o las medidas de mantenimiento de precios.⁴⁴

La información con referencia al emisor puede ser tanto de procesos internos como de circunstancias externas. Por ejemplo, la información interna con referencia al emisor es, por ejemplo, las cifras trimestrales, los informes de beneficios o las decisiones de personal. Si otra empresa hace un pedido importante al emisor, o lo demanda, o si se produce una decisión judicial positiva o negativa para el emisor, entonces hay información relacionada con el emisor externa a la empresa.⁴⁵

Otro ejemplo puede ser, la información privilegiada indirecta que, en principio, puede cumplir los criterios del Art. 7, apartado 1, letra a) MAR son, por ejemplo, las decisiones sobre los tipos de interés clave de los bancos centrales o los cambios en los precios de las materias primas en el sector del emisor.⁴⁶

Autor

Es un delito especial propio ya que solo puede ser cometido por los directores, miembros de órganos de fiscalización, accionistas, representante de accionistas y todo el que por su trato, profesión o función dentro de una sociedad utilizare la información privilegiada.

O sea quien se deba obligación de silencio, de modo que solo será punible el insider y no así el outsider. Esto es, el deber se concreta en salvaguardar la información privilegiada.⁴⁷

También será sujeto activo el que realice alguna de las acciones típicas estudiadas a través de una persona interpuesta. Esta última, resultando un *extraneus*, por carecer de las cualidades que exige la norma al autor, ***deberá responder a titulo de partícipe***.⁴⁸

⁴⁴ Poelzig, Kapitalmarktrecht... p. 182 Rn 378

⁴⁵ Poelzig, Kapitalmarktrecht... p. 182 Rn 379

⁴⁶ Ibidem

⁴⁷ Lopez Barja De Quiroga, cita en Donna. Derecho penal... p. 537

⁴⁸ Donna. Derecho penal... p 537

Orce, entiende en este punto que el director siempre tendrá una información privilegiada respecto de tenedores comunes de valores de la empresa. Si no se limita el ámbito del tipo a través de alguna noción de daño (como lo hacen las agravantes del art. 308) podría caerse en el absurdo de que toda negociación o incluso omisión de ella estuviera comprendida en el tipo.⁴⁹

En efecto un director tiene información privilegiada si es que objetivamente se espera que la empresa tendrá ganancias (por ejemplo, se descubre un nuevo yacimiento) o pérdidas (se fracasa en un proyecto productivo o de prospección). Pero también tiene información privilegiada cuando se sabe que las cosas marcharán, según todas las previsiones, sin mayores cambios. Respecto del extraño que posee acciones y que no sabe si su precio bajará o subirá, el saber que las cosas seguirán igual es tener información privilegiada. En ese contexto la compra de acciones por parte de un director sería punible. Un absurdo que deriva de la forma de tipificación.⁵⁰

En el actual art. 285 del CP español, contiene dos tipos penales, uno de especial, que solo pueden cometerlo aquellos que hayan tenido acceso reservado a la información privilegiada (insider primarios – 285.1 CP), y otro de común, que puede cometer cualquier persona que haya tenido acceso a la información, por cualquier medio (insider secundario), y sepa que es información privilegiada (art. 285.5 CP).⁵¹

Por ejemplo realiza el comportamiento típico, el abogado que presta sus servicios en un gran bufete de abogados, se entera del inminente lanzamiento de una oferta de adquisición de una empresa sobre otra preparada por un compañero y, en vista de ello, adquieren acciones la sociedad que va a ser adquirida. Este es el denominado caso del siglo de la Coste de los EEUU con un beneficio del abogado O'Hagan de alrededor de 4,3 millones de dólares.⁵²

En la SAP-Madrid 556/2017, ponente García Quesada, se condena por este delito al miembro del consejo de administración de una empresa hotelera que dimitió de su cargo y vendió una parte de sus acciones (la necesaria para tener un porcentaje inferior

⁴⁹ Orce. Código Penal y normas... p 633

⁵⁰ Ibidem

⁵¹ Estrada i Cuadras. Delito de abuso ... p. 549

⁵² Tiedemann Klaus, Manual de Derecho penal económico. Parte general y Especial. Edit. Tirant Lo Blanch. p. 384 Rn. 357

al 5% del capital) poco antes de realizar operaciones masivas de ventas de acciones de la empresa con base a información privilegiada (el precio al que otras empresas estaban dispuestas a pagar la acción para realizar una OPA) que había conocido por razón de su cargo.⁵³

Tipo subjetivo

Solo admite dolo directo. Toda vez que, se requiere que el autor suministre o utilice la información privilegiada a la que hubiera tenido acceso en ocasión de su actividad y además que ella sirva para la negociación, cotización, compra, venta o liquidación de valores negociables. En consecuencia debe saber el carácter de la información y su voluntad de darla a terceros. No se admite el tipo imprudente.

Consumación y tentativa

Al tratarse de un delito de deber, el delito se consuma con el mero incumplimiento del deber, por lo menos en este tipo penal. Esto es, el suministro o la utilización de la información privilegiada, sin necesidad de beneficios económicos para el autor o terceros.⁵⁴

Para *Foffani*, el *insider trading* se configura como un delito de mera actividad. Si bien se trata de una conducta con la que el *insider* intenta obtener un beneficio, el beneficio económico (del mismo modo que el perjuicio económico) no forma parte del tipo.⁵⁵

La prohibición de divulgación en virtud del art. 14 n° 2 de la WpHG, tiene por objeto prevenir el peligro de las operaciones con información privilegiada de antemano. De esta manera, la divulgación puede hacerse de forma activa, comunicando la información privilegiada a un tercero, o de forma pasiva, haciéndola accesible. Por lo tanto, para la segunda alternativa, bastaría con que el tercero fuera puesto por la persona con información privilegiada en situación de obtener la información privilegiada por sí mismo, por ejemplo, mediante la entrega de una contraseña de la computadora o teléfono.⁵⁶

⁵³ Estrada i Cuadras. Delito de abuso ... p. 550

⁵⁴ Donna. Derecho penal... p 537

⁵⁵ Luigi Foffani. Delitos bancarios... p. 115.

⁵⁶ Poelzig, Kapitalmarktrecht... p. 198 Rn 404

En el §10 (1) MAR, la divulgación es generalmente ilegal a menos que se haga en el curso normal del empleo, la profesión o las funciones. La ilegalidad es un elemento constitutivo y no una mera referencia al requisito general de la ilegalidad. La doctrina dominante consideraba inicialmente lícita cualquier revelación requerida por razones operativas sobre la base de la antigua versión de la MAR, siempre que estuviera dentro del ámbito normal del ejercicio de la profesión y del negocio. En cualquier caso, la divulgación de información dentro de una empresa o a personas obligadas a guardar el secreto profesional, como los abogados en particular, debe considerarse regularmente como autorizada, siempre que la información sirva de algún modo para el desempeño de tareas operativas.⁵⁷ La información privilegiada debe ser idónea para influir considerablemente en la cotización una vez que haya sido conocida públicamente, y debe tratarse de una información precisa, de manera que no basta los simples rumores de la Bolsa.⁵⁸

Sin embargo, el EuGH aplicó normas más estrictas en su decisión sobre *Grongaard & Bang- Entscheidung*. Dado que la divulgación legítima debe interpretarse de forma restrictiva como una excepción a la prohibición de divulgación aplicable de forma general, la divulgación debe ser indispensable para el desempeño de un trabajo o el cumplimiento de una tarea y debe cumplir el principio de proporcionalidad. Por lo tanto, es necesario sopesar la finalidad de la prohibición de divulgación y el interés de la persona con información privilegiada en la divulgación. Sobre todo, debe tenerse en cuenta la sensibilidad al precio de la respectiva información privilegiada, de modo que deben establecerse requisitos estrictos sobre la licitud de su divulgación para circunstancias extraordinariamente relevantes para el precio.⁵⁹

Esta jurisprudencia también se aplica al Art.10, apartado 1, parr.1, s. 2 MAR. La redacción no prevé tal restricción. Sin embargo, la disposición se corresponde con el art. 3 MAD o la Directiva sobre operaciones con información privilegiada, en base a la cual se dictó la sentencia *Grongaard & Bang- Entscheidung* del Tribunal de Justicia de las

⁵⁷ Poelzig, Kapitalmarktrecht... p. 199 Rn. 405

⁵⁸ Tiedemann, Manual de Derecho...p. 385 Rn. 358

⁵⁹ Poelzig, Kapitalmarktrecht... p. 200 Rn 405

Comunidades Europeas. La divulgación también puede ser necesaria por razones legales, en particular.⁶⁰

Pasos intermedios como información privilegiada

Los pasos intermedios, que pueden ser información precisa según el Art. 7 párrafo 2 MAR, también deben ser relevantes para el precio con el fin de constituir información privilegiada (véase el Art. 7 párr. 3 de MAR). Según el Tribunal Federal de Justicia alemán y la opinión mayoritaria que le sigue, un paso intermedio puede ser en sí mismo sensible al precio. Sin embargo, la relevancia del precio de un paso intermedio suele derivarse de la relevancia del precio de un posible anuncio de evento final. Pero, se discute con qué probabilidad debe esperarse la ocurrencia de este evento final para que el paso intermedio sea relevante para el precio.⁶¹

Por lo tanto, en este punto debe aplicarse la prueba de probabilidad-magnitud, ya que un inversor razonable también tendrá en cuenta los efectos del evento final en su decisión de inversión, además de la probabilidad de que se produzca. Cuanto más significativo sea el suceso final, menores pueden ser los requisitos de probabilidad de ocurrencia. Ahora bien, el enfoque de probabilidad-magnitud fue rechazado expresamente por el EuGH⁶² para la clasificación de las circunstancias futuras como información precisa de acuerdo con el Art. 7 (2) del MAR, ya que de otro modo se mezclarían los elementos constitutivos de la especificidad del precio y la relevancia del mismo.⁶³

Sin embargo, esto no se aplica al problema en cuestión, ya que la relevancia del precio de un paso intermedio sólo se justifica por la relevancia del precio del evento final y, por lo tanto, no se mezclan los elementos del delito entre sí. Se discute si la fórmula de probabilidad-magnitud debe completarse con el requisito de una probabilidad mínima inferior al 50%. El argumento a favor de esto es que, de lo contrario, la presunción de

⁶⁰ Ibidem

⁶¹ Poelzig Dörte, Kapitalmarktrecht... p. 186/7 Rn387

⁶² Eropäischer Gerichtshof

⁶³ Poelzig Dörte, Kapitalmarktrecht... p. 186/7 Rn387

información privilegiada -especialmente en el caso de acontecimientos finales especialmente graves- se adelantaría demasiado.⁶⁴

Agravante

El art. 307 debe leerse concomitantemente con las agravantes previstas en el art. 308 en su inc. b) y c). Mientras que en estos últimos supuestos se requiere una suerte de resultado que, por cierto, es ambivalente en los dos incisos, el tipo del art. 307 parece prohibir el mero uso de a información privilegiada aun cuando esta no ocasione daño a terceros ni implique un beneficio para el autor.⁶⁵

Así, la norma prevé dos grupos de agravantes:

Se incrementa la pena de tipo básico de dos a seis años de prisión cuando:

Exista habitualidad, en este punto lo determinante es la repetición del mismo tipo de conducta por parte del autor. Para ello bastaría que el sujeto lo halla realizado dos veces, para que jugara el agravante. Según *Donna*, esta no es la idea de la norma, sino que exista una especie de forma de actuar, consiste en que reiteradamente se dedique a realizar este tipo penal de conductas, de modo que no es el número, que debe existir, sino la forma en que realiza esta actividad.⁶⁶ Se logare un beneficio o se evitare un perjuicio, en este caso la figura se agrava al concurrir una circunstancia objetiva, el beneficio económico o evitar el perjuicio de este tipo.

En otras palabras, si el autor además de violentar un deber, en estos ámbitos de absoluta confianza, se beneficia económicamente, o evita un perjuicio de esa índole, tanto para el como para terceros, es lógico que la sanción se aumente. En estos casos, un dato que no se debería hacer publico pueda dar ganancias extraordinarias, en principio de la igualdad de quienes participan en este mercado.⁶⁷

Se incrementa el máximo de la escala agravada a la pena de 8 años de prisión

⁶⁴ Ibidem

⁶⁵ Orce. Código Penal y normas... p 631

⁶⁶ Donna. Derecho penal... p 538

⁶⁷ Ibidem

Se causare un grave perjuicio en el mercado de valores, se entiende que dicho perjuicio debe ser económico, sino se estaría repitiendo el tipo básico. En estos casos se puede ocasionar la quiebra de empresas, junto con el costo social que ello conlleva.⁶⁸

El perjuicio debe tener relación directa con el deber incumplido, cualquier otro daño, lejos de este deber, no será alcanzado por las agravantes.

Por la especial calidad del autor, la pena se incrementa cuando el abuso de información privilegiada proviene de un miembro importancia en el escalafón (gerente, director) o de un empleado de una entidad autorregulada -que comprende a las bolsas de comercio y los mercados de valores, llamados entidades autorreguladas bursátiles y el mercado abierto electrónico (MAE), denominado entidad autorregulada extrabursátil- o de una sociedad calificadora de riesgos- o sea las sociedades anónimas normales formadas por especialistas que dan un opinión técnica independientemente de la capacidad del repago en tiempo y forma de los distintos negociables (obligaciones negociables y/u otros títulos de deuda) o bien, el autor se trate de un sujeto cuya profesión requiera habilitación o matrícula).⁶⁹

Bibliografía

- **Aboso Gustavo Eduardo.** Código Penal. Comentado, concordado con jurisprudencia, 4 edición, BdeF. 2017
- **Basiloco Ricardo Ángel y otros.** Delitos contra el orden económico y financiero. Edit. Astrea. Bs.As. 2019
- **Donna Edgardo Alberto.** Derecho penal. Parte especial. Tomo IV. 3 edición actualizada. Rubinzal Culzoni. Santa Fe. 2014
- **Eggertsson Thrainn.** Economic behavior and institutions. Cambridge surveys of economic literature. UK. 2003
- **Guzmán Nicolás.** Delitos en el mercado financiero. Edit. Hammurabi. Bs.As. 2019
- **Meggiolaro Ignacio Martín,** Insider Trading en Argentina. La “no prohibición” como alternativa regulatoria. Bs.As. 2015. Tesis Maestría Derecho y Economía UTDT
- **Murphy John J.** Análisis técnico de los mercados financieros. Planeta. Barcelona 2018.

⁶⁸ Donna. Derecho penal... p 539

⁶⁹ ibidem

- **Orce Guillermo.** Código Penal y normas complementarias. Análisis doctrina y jurisprudencia. Tomo. 12, parte especial. Bs. As. 2013. Edit. Hammurabi.
- **Paolantonio Martin E.** Derecho penal y Mercado Financiero: ley 26.733. Abeledo-Perrot. Bs.As. 2012
- **Poelzig Dörte,** Kapitalmarktrecht. C.H. Beck. 2018
- **Silva Sánchez Jesús María (dir.), Robles Planes Ricardo (coord.),** Lecciones de Derecho penal Económico y de la Empresa. Parte General y Espacial. Edit. Atelier. Barcelona 2020.
- **Tapia Gustavo (coordinador),** Mercado de Capitales. Interpretación y actuación. Omicrom System, CABA. 2013
- **Thieß Peterson.** Makroökonomie. Schritt für Schritt. 3 Auflage. Utb
- **Tiedemann Klaus (dir.), Adan Nieto Martin (coord.),** Eurodelitos. El Derecho penal económico en la Unión Europea, Ediciones Universidad de Castilla-La Mancha. 2004
- **Tiedemann Klaus.** Manual de Derecho penal económico. Parte general y especial. Edit. Tirant Lo Blanch. Valencia 2010.
- **Vega Gutierrez Jose Zamy.** Mercado de Valores en Derecho penal. Abuso de información privilegiada bursátil: Insider Trading, BdeF. Madrid. 2013
- **Weinstein Stan,** Secretos para ganar en los mercados alcistas y bajistas. Valor Ediciones, Barcelona 2014.
- **Zunzunegui Fernando,** ¿Qué es el insider trading? Revista de Derecho del Mercado Financiero. rdmf.wordpress.com. Octubre de 2006.



GENTLEMAN
