

UNIVERSIDAD PRIVADA SAN JUAN BAUTISTA

**FACULTAD DE DERECHO
ESCUELA PROFESIONAL DE DERECHO**



**LA DETERMINACIÓN DEL USO TÍPICO EN EL DELITO DE USO
INDEBIDO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL PERÚ**

TESIS

PRESENTADO POR BACHILLER

LERTORA SEMINARIO, DAVID ISRAEL

PARA OPTAR POR EL TÍTULO PROFESIONAL DE ABOGADO

ASESOR: PROF. DR. JOSÉ URQUIZO OLAECHEA

LIMA – PERU

2020

A la entereza de mi padre y primer ídolo, David Carmelo. A la indulgencia de mis amados tíos Carlos y María. Gracias a la amistad de Daniel, Adriano, Dominga, Julia, Elsa, Zara, Allen y, especialmente, Luis Adrian, Ricardo y Dick. En admiración del Prof. Dr. José Urquizo Olaechea. Delante de ellos, solo soy una calima de sombras.

RESUMEN

El delito de iniciados, también nominado como *insider trading*, está vigente en el Perú por Decreto Legislativo N° 861 desde 1996 y se ubica en el Art. 251°-A del Código Penal. La afirmación de que el objeto material de este delito se constituye por información relevante o privilegiada y que estamos ante una naturaleza que apuesta por la protección de la probable lesión de la transparencia del mercado de valores, ha venido acompañada de un análisis dogmático dispar. Esa es la problemática retomada a superarse, que de la mano del autor se profundiza hasta llevarla a sus últimas consecuencias, ya que considera imprescindible concretizar el fundamento material del tipo analizado tanto objetivo como subjetivo, su ámbito de protección -bien jurídico que pervive-, su naturaleza jurídica y consumación. Seremos coherentes en establecer la cualidad del sujeto activo en la comisión del delito expuesto, es decir, especial, de dominio o de infracción de deber. Además de la reformulación del concepto de acción para el estado actual del Derecho penal, que es el hito fundante del umbral inédito del presente trabajo, acudimos ante el análisis crítico del Derecho penal peruano frente al español, que incluye las Directivas de la Comunidad Europea en lo que se relaciona al ataque del delito comentado, siendo desde ese punto de vista importante referenciarlos con las prótesis que sirven al Derecho penal, como lo constituye la Criminología y Política Criminal, esta última incluida dentro de la primera. Por eso se abandona, sin embargo, el análisis de antijuridicidad. El reparto del trabajo se orienta, finalmente, hacia una propuesta que el legislante debe asumir como nuevo texto del Art. 251°-A del Código Penal en el cual se grafica el innovador concepto de proscripción de *acción apoderativa*, como núcleo del tipo de uso indebido de información privilegiada, en correspondencia al principio de legalidad y determinación, que debe imponerse y prosperar como estación de mantenimiento de legitimación antes las leyes penales en blanco, luego en la comunidad jurídica y académica del país, pues solo a partir de dicha técnica legislativa se logra incorporar el bien jurídico

ABSTRACT

The crime of initiates, also nominated as insider trading, is in force in Peru by Legislative Decree No. 861 since 1996 and is in Art. 251 ° -A of the Criminal Code. The assertion that the material object of this crime is constituted by relevant or privileged information and that we are faced with a nature that is committed to protecting the probable damage to the transparency of the stock market has been accompanied by a disparate dogmatic analysis. That is the problem taken up again to overcome, which the deepening of the author's hand deepens to take it to its final consequences, since it considers it essential to concretize the material basis of the type analysed, its scope of protection - legal well-being that survives - and its legal nature. We will be consistent in establishing the quality of the active subject in the commission of the exposed crime, that is, special, domain or breach of duty. In addition to the reformulation of the concept of action for the current state of criminal law, which is the founding milestone of the unprecedented threshold of this work, we turn to the critical analysis of Peruvian criminal law against Spanish, which includes the Directives of the European Community in what is related to the attack of the commented crime, being from that point of view important to refer to the prostheses that serve the criminal law, as it constitutes the Criminology and Criminal Policy. For that reason, however, the analysis of unlawfulness is abandoned. The distribution of the work is oriented, finally, towards a proposal that the legislator must assume as a new text of Art. 251 ° -A of the Criminal Code in which the innovative concept of prohibition of empowerment action is plotted, as a nucleus of the type of improper use of privileged information, corresponding to the principle of legality and determination, which must be imposed and prosper in the legal community and academic of the country, because only from this legislative technique is it possible to incorporate the legal good currently maintained outside the right to punish the state.

INTRODUCCIÓN

Al momento de delimitar el ámbito de tipicidad de delito de uso indebido de información privilegiada, se tiene en cuenta la Ley del Mercado de Valores, aprobada por el Decreto Legislativo Nro. 861, que forma y demarca la extensión administrativa para luego diferenciar la cuota delictiva incluida en el art. 251°-A del Código Penal.

Con algunos matices, delante de los planteamientos del del Derecho Penal Económico perduran las bases duras y aquilatadas del Derecho Penal y su sistemática sobre la teoría del delito. Ahora parece, sin embargo, que hay una tendencia por independizarse totalmente de ella, recurriendo a otras ciencias como productos de mejor calidad, pero esto, por nuestra parte, todavía debe de integrarse a los principios penales que nos sustentan y rigen, pues, solo así se reducen las desventajas que surgen entre la vaguedad o incertidumbre del lenguaje intimidatorio del ordenamiento penal frente a la persona en su entramado social como estructura estable, no difusa, anónima o desinteresada.

Dicho en otros términos: si hay formas de pensar el derecho penal, es no pensando fuera de sus límites. Que nuestro país integre la tendencia de la internacionalización de los mercados de valores, no cambia que debemos de armonizar sin previamente realizar traslados punitivos envueltos de una dosis de reflexión. Si las personas reflexionan, tanto más los sistemas que también han logrado estructurar. Todo poder es accionable.

Hay que ver, el denuedo ínsito de la persona al direccionar su acción. Es acción penalmente irreprochable, si la voluntad carece de poder. La proscripción de acción indebidamente apoderada es el supuesto que interesa y es el punto de contacto para lograr fijar el bien jurídico protegido, naturaleza y objeto material perteneciente a un delito. Es punible la *indebida acción apoderativa*, pues toda acción causal está encaminada hacia un *fin*

apoderativo. El esquema que regla el art. 251°-A del Código Penal contiene alusiones relacionadas a un carácter patrimonial en cuanto a su obtención o evitación, pero no sobre la realización de la acción *apoderativa*, como proponemos a efectos de brindar mayor seguridad jurídica. Son las propias resoluciones del individuo que lo plasman ante la inderogable necesidad de reflexionar su actuación, como un juicio necesario negativo, inicial e insoslayable para acceder a la razón que propugna el Derecho penal.

La precisión que nos formula la razón es tal con atención a este grave olvido, que tiene un acento adicional en estas altas capas de tensiones económicas, por eso es de especial importancia que se vea reflejada en los elementos propiamente normativos del delito de información privilegiada. También se confrontan los cortos pronunciamientos administrativos respecto a la jurisprudencia penal, que adelantamos, es inexistente o reducida a uno. El presente trabajo centra su análisis a formular bases que permitan resolver la problemática referida al bien jurídico protegido, objeto material y naturaleza jurídica del uso indebido de información privilegiada. En esos temas, se expresa transversalmente el concepto de acción que proponemos.

Por tanto, resulta explicativo el título empleado: “La determinación de uso típico en el delito de uso indebido de información privilegiada en el Perú”. El manejo del texto se distribuye en cuatro capítulos, breves y concisos. El Capítulo I, está referido al marco teórico a partir del cual se sostiene el grueso de nuestra investigación y que, no obstante, no agota el fundamento de esta, sino que se complementa con los capítulos siguientes.

Luego, en el Capítulo II exponemos de modo resumido las problemáticas principales y secundarias que hemos definido para la presente investigación, que a su vez se acompañan con las justificaciones correspondientes. El Capítulo III, por su parte, comprende a las hipótesis de la problemática advertidos al administrar la información que criminaliza las prácticas del

insider trading, seguidas de un detallado examen de sus variables y las limitaciones en las que nos hemos enfrentado al momento de recolectar información idónea. Los objetivos específicos guardan el correlato requerido con ambos apartados. En ese sentido, el Capítulo IV evidencia la metodología empleada para llevar hasta sus últimas consecuencias la presente investigación.

Es por ello que, a guisa de lo anterior, seguidamente se desarrollan las primeras aproximaciones ineludibles para el tema que se aborda, es decir, utilizamos la Criminología crítica, Política Criminal y la Dogmática para establecer nuestros resultados dentro del Capítulo V. El apartado penúltimo, como debía de ser, está referido a los tres tópicos citados en la perspectiva del delito de uso de información privilegiada, para dichos fines se reconduce al ámbito de la normatividad nacional o internacional y su aplicación terminológica, que básicamente guarda conexión con el origen y evolución bursátil de la información privilegiada en las economías de las civilizaciones.

Dentro del Capítulo anotado, nuestro pensamiento adquiere mayor relieve, en tanto el punto de encuentro dogmático transita entre Perú y España. Y, como consecuencia, también se arriban a conclusiones y recomendaciones con acento de *lex lata* y *lex ferenda*, como se define en el Capítulo VI, que es el definitivo. El análisis dogmático es inmanente al Derecho penal, y a partir de su elaboración y constante revisión prudente es que se mantienen las relaciones sociales en un sistema democrático de derecho concretizado en una norma, donde hay más. Aspirar a su menor estado débil, es un deber, luego están los derechos. Aquí cierne su alcance el detonante dialéctico de nuestra unidad de poder, necesaria para partir; el mundo es amarillo si está el sol en hombros. Gracias, entonces, a todos, por soportar mis carencias.

UNIVERSIDAD PRIVADA SAN JUAN BAUTISTA



OFICINA DE GRADOS Y TITULOS

ESTRUCTURA DE TESIS

TITULO: LA DETERMINACIÓN DEL USO TÍPICO EN EL DELITO DE USO INDEBIDO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL PERÚ

INDICE

- Carátula	I
- Agradecimiento	II
- Resumen.....	III
- Abstract	IV
- Introducción.....	V
- Índice.....	VI

CAPITULO I: MARCO TEÓRICO

1.1. Antecedentes	10
1.2. Bases Teóricas	21
1.3. Marco Conceptual.....	46

CAPITULO II: PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

2.1. Planteamiento del problema	51
2.2. Justificación del problema	54

CAPITULO III: HIPÓTESIS Y VARIABLES

3.1. Hipótesis General.....	56
3.2. Hipótesis Específicas	56
3.3. Objetivo General	57
3.4. Objetivos Específicos	58
3.5. Variables	58

CAPITULO IV: METODOLOGÍA

4.1. Tipo y Diseño de Investigación Metodológica	60
4.2. Población y muestra	61
4.3. Técnica de recolección de datos	61

CAPITULO V: RESULTADOS

5.1. Resultados	63
5.1.1. Apuntes aproximativos a la Criminología Crítica y Política Criminal ..	64
5.1.2. El delito de uso indebido de información privilegiada en la normatividad internacional	70
5.1.3. El delito de uso indebido de información privilegiada en la normatividad nacional	103
5.1.4. Cuestión terminológica del indebido uso de información privilegiada	105
5.2. Análisis e interpretación de resultados. Análisis dogmático del tipo penal del uso indebido de información privilegiada en el Perú	115
5.2.1. Tipicidad objetiva y naturaleza jurídica. Estado de la cuestión	116
a) Planteamiento de España	116
b) Planteamiento de Perú	122
c) Toma de postura. Tesis	127
5.2.2. Bien jurídico protegido. Estado de la cuestión	132
a) Planteamiento de España	135
b) Planteamiento de Perú	138
c) Toma de postura. Tesis	140
5.2.3. Objeto material del delito. Estado de la cuestión	143
a) Planteamiento de España	143
b) Planteamiento de Perú	144
c) Toma de postura. Tesis	146
5.2.4. Tipicidad subjetiva. Estado de la cuestión	149
a) Planteamiento de España	149
b) Planteamiento de Perú	150
c) Toma de postura. Tesis	151

CAPITULO VI: CONCLUSIONES

6.1. Conclusiones	153
6.2. Recomendaciones	155

BIBLIOGRAFÍA

.....	158
-------	-----

CAPÍTULO I: MARCO TEÓRICO

1.1. ANTECEDENTES

En la formulación de los objetivos del presente acápite, destaca como principal necesidad, establecer las premisas normativas de carácter legal referidas a la estructura del Mercado de Valores en el Perú, y una vez logrado este punto desarrollar brevemente sus consecuencias formales y materiales, con el fin de acceder desde una perspectiva racional a lo que nuestro gobierno y legislador penal en su oportunidad denominó como “expansión o impulso del sector económico”. La asociación entre el derecho punitivo y el mercado de valores es, sobre todo, una asociación más regional que local. Los investigadores sobre este punto han comenzado a trabajar tomando en consideración lo expuesto sin marcar diferencias sustantivas entre sus predecesores, lo que no tiene porqué sostenerse en una incorrección, pues en lo particular, el presente marco teórico propuesto se mantiene asociado -pero independiente- al delito de iniciados en el derecho penal de la península europea.

Conforme hemos advertido, en nuestro proceso de recolección de información se ha logrado definir que el Mercado de Valores es una innovadora respuesta frente al campo financiero tradicional, que se caracteriza no por ser una fuente de financiamiento residual, sino de primera opción debido a la seguridad económica y jurídica que ofrece. En todo caso, la primera regulación provino del sector administrativo del derecho, siempre público. No menos seria ha sido su repercusión en legislador penal, aunque posterior y no tan extendida. La visión de quienes han incursionado en ambas tareas dio por decidido no incluir ningún punto sobre las tensiones que surgen entre los agentes económicos en cuanto a sus espacios de organización y actuación, quedando desprovisto de un estudio particular.

En nuestro entendimiento, el análisis de sus tensiones está íntimamente relacionada a la obtención de información como fuente de poder, “porque el eje principal se manifiesta permanentemente en el potencial humano como medio y fin de esta sociedad post industrial” (Silva, 2001, p. 26). En realidad, el apetito fundamental de la humanidad está volcada hacia su exigencia inmanente y voraz de obtener cada vez más poder; que debe entenderse como capacidad y posibilidad de acción.

De allí que, por este motivo, la prohibición de la *acción apoderativa*, como hemos decidido asumir como *nomen iuris* del tipo, es presupuesto de protección hacia esa búsqueda no solo eficiente, sino seguro de poder emancipadora en sociedad.

Ese criterio marca la regulación del mercado de valores, cuyos pilares que se complementan se encuentran compuestos por; “*i*) la transparencia y *ii*) la obligación de informar (*full disclosure*)” (Arata, 2012, p. 222), los cuales actúan como objetivos prioritarios y contenidos básicos de la función de control y supervisión de la Superintendencia del Mercado de Valores, que despliega sus derroteros de supervisión y sanción en sus órganos de línea. En la doctrina administrativa se haya asentada la postura de que la protección se basa por la transparencia de información igualitaria; empero, también reconocen a otros bienes jurídicos, p. ejem. la transparencia de operaciones bursátiles, el patrimonio de los inversionistas, es decir no se maneja la esfera de un único bien jurídico protegido. El bien jurídico tutelado prohíbe la *acción apoderativa al acceso democrático de información bursátil*.

Por lo expuesto en lo anterior, consideramos pertinente adjuntar las tesis que hemos podido encontrar para establecer nuestro marco teórico referencial de investigación. Sin perjuicio de esto, debe advertirse que ninguna de ellas ostenta origen peruano, con excepción del libro de Reaño elaborado en

atención su trabajo originalmente de tesis, que como tal aquí no debe ubicarse.

Entonces, a partir de estas hemos elaborado el objetivo principal, específico de nuestro proyecto y las variables correspondientes en relación específica al uso indebido de información privilegiada. Incluso se han reunido trabajos doctorales provenientes del Derecho penal español, lo cual resulta pertinente para estos efectos, según el siguiente detalle:

1. (Vega J., 2010, p. 475). En la presente tesis para optar por el grado de doctor en Derecho, sustentada en la Universidad de Alcalá, con el título “El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, especialmente en el Derecho Penal Español” tuvo como objetivo central realizar la exégesis del delito de uso indebido de información privilegiada bursátil regulado en el Artículo 285 CP español, así se expone en las consideraciones finales. El diseño metodológico empleado se sustentó en el análisis crítico y valorativo de los distintos problemas de interpretación que suscita la estructura típica del *insider trading*. Entre las varias conclusiones, se tiene que el *insider trading* es un fenómeno que, aunque en la actualidad se asocia casi exclusivamente a los mercados de valores, lo cierto es que también tiene una repercusión sustancialmente prevalente en el campo de la función pública. De igual forma, las posturas que pretenden la abolición del delito de iniciados constituyen puntos de apoyo poco convincentes, más aún si las lesiones causadas sí tienen un referente material. En tal sentido, la protección tanto administrativa, cuanto penal, viene a ser una doble regulación compatible a la necesaria existencia del Mercado de Valores. Además, señala que es insostenible fundamentar el perjuicio patrimonial únicamente individual en favor de la empresa, por cuanto el bien jurídico tutelado del Art. 285° del

CP español es de naturaleza supraindividual, ajeno a intereses societarios.

De lo expuesto, se colige que estamos ante un antecedente de investigación totalmente válido para el presente trabajo. En realidad, Vega presenta ante los operadores del mundo penal un trabajo sólido, que se ocupa magistralmente en cada una de las tomas de posturas que defiende y que paralelamente guardan puntos de relación con las ideas aquí ofrecidas, por ejemplo, cuando señala que “el orden económico y correcto funcionamiento del Mercado de Valores no resultan lo suficientemente concretos para su defensa desde una visión de política criminal, o en lo referido al objeto material del tipo idóneo para lesionar el bien jurídico objeto de protección”.

Sin embargo, en cierto modo lo dicho no quiere decir que no se tengan ciertos reparos diferenciadores, *v. gr.*, respecto a su posición que niega la naturaleza jurídica del delito de uso indebido de información privilegiada como delito de infracción de deber, con los matices que ello comprende.

2. (Rivera K., 2011, p. 5). En la tesis objeto de análisis para optar al grado de licenciado en ciencias jurídicas y sociales, sustentada en la Universidad austral de Chile, con el título “Fundamentos de sancionar el uso de información privilegiada en el mercado de valores”, el autor tuvo como objetivo central “lograr que el mercado sea lo más transparente en la medida de lo posible para generar esa necesaria confianza para su correcto funcionamiento”. Utilizó un diseño metodológico basado en el análisis de la estructura típica administrativa y penal del *insider trading*. Entre las varias conclusiones, se tiene que la información privilegiada es una

materia que “si bien a nivel mundial ha sido extensamente tratada, en el país de Chile no fue sino a partir de la reforma del año 94 que dicho tema fue tratado con la necesidad requerida”. De otro lado, da a conocer que en los Tribunales de Justicia de su país no hay un acuerdo de que es lo que debe entenderse por requisitos necesarios para aplicar la prohibición del uso indebido de información privilegiada. Es por tal motivo que, finalmente, más allá de los fundamentos públicos o privados para su persecución, lo cierto es que Chile decidió solamente seguir el ejemplo de Estados Unidos, es decir, sin u respaldo político-criminal de antecedente.

Se considera que constituye una fuente de referencia importante, porque ha realizado una investigación sobre la misma categoría que el presente trabajo, sus alcances y contenido. Es posible tomar en cuenta las referencias frecuentes a la normatividad vigente en el país de Chile. Rivera toca aspectos referidos a la idoneidad de la información privilegiada para afectar o lesionar bienes jurídicos, lo cual resulta de importancia para atender a nuestras preocupaciones respecto al riesgo permitido y suficiencia del objeto material entendido en sentido materialmente restringido.

En lo particular, el valor de este antecedente también es notorio en tanto desarrolla con claridad los fundamentos de la prohibición del uso indebido del *insider trading* en el ámbito Chileno, permitiendo establecer consideraciones igualmente nítidas pero independientes en relación a las conclusiones expuestas en el presente trabajo.

3. (Hurtado, A y Torrado, E., 2013, p. 42). En la presente monografía de grado, presentada en la Pontificia Universidad Javeriana, con el título “Uso indebido de Información Privilegiada en Colombia – su regulación y aplicación” tuvo como objetivo central analizar los

fundamentos y origen de la regulación sobre uso de información privilegiada, así como su respectivo análisis a partir de los estamentos previstos en la regulación de Estados Unidos. Entre las conclusiones que expone el investigador, se tiene que “la transparencia de la información en el mercado y la igualdad en cuanto al acceso a dicha información son condiciones fundamentales dentro del mercado de valores, debido a que sólo éstas permiten a los agente inversionistas tomar decisiones informadas de inversión”. Así mismo, su enfoque hace que cobre importancia la regulación sobre las restricciones y obligaciones especiales dirigidas a los administradores respecto al uso de información privilegiada en el ordenamiento jurídico de Colombia.

En resumen, adoptar dicho antecedente dentro de nuestra investigación permite tomar en cuenta los principios rectores a través de los cuales se rechaza de manera actual la prohibición del uso de información privilegiada. La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) tiene una incidencia directa y visible en el derecho público de América del Sur. Ahora bien, el autor lograr conocer las problemáticas en la aplicación de estas directrices, pues -como refiere- no toda información sujeta a reserva tiene relevancia para el mercado de valores.

El extremo comunicado, sirve para confrontarse respecto a lo que ocurre en la normativa penal y extrapenal del Perú, que no han recibido por parte de los sectores de la doctrina cuestionamientos permanentes en este punto. Es decir, la indefinición de la que adolece la normativa peruana, también se advierte en la realidad colombiana.

4. (Oleas F., 2008, p. 178). En la presente tesina para obtener el título de abogado, sustentada en la Universidad San Francisco de Quito, con el título “El uso indebido de Información Privilegiada: Regulación y Sanción en el Mercado de Valores Ecuatoriano” tuvo como objetivo distintivo y principal analizar el origen y desarrollo de la figura del *insider trading* o uso indebido de información privilegiada en base a la sección 10 del Securities Exchange Act de 1934 y la regla 10 (b)5, la jurisprudencia de la Corte Suprema de los Estados Unidos, con el fin de -bajo una posición poco similar a los anteriores trabajos- hallar el hito dentro de la regulación en Ecuador. Entre las varias conclusiones desarrolladas a lo largo de las más de 150 páginas, se tiene que la transparencia y el grado de su regulación y desarrollo jurisprudencia de la Corte Suprema de los Estados Unidos sentaron las bases de la regulación del *insider trading* en Ecuador. En términos generales indica que el delito de iniciados afecta el equilibrio económico, pero que permite “canalizar el ahorro de las unidades superavitarias”.

Se considera que este antecedente es relevante, debido a que las hipótesis ofrecidas han sido comprobadas y sus conclusiones, desde sus propias particularidades, apoyan las propuestas en nuestra investigación. Sin embargo, en base a ello tampoco es posible establecer de manera indubitable una misma consonancia, pues el autor vincula la afectación al bien jurídica desde puntos diversos, o sea pluriofensivos, así, desde la ruptura del equilibrio económico y luego a partir de la eficiente formación de precios en el normal funcionamiento de la economía.

Esta falta de unidad también se ve en aspectos relacionados a la demarcación de la naturaleza jurídica del delito de iniciados y, en

consecuencia, los sujetos activos que cometen el hecho reprochable.

Este resultado principal sirve como una visión interesante y de notable repercusión no solo sustantivo, sino procesal que, no obstante, no coincide en su totalidad con los aspectos asumidos en el presente trabajo de investigación.

5. (Tobar J., 2011, p. 241). Esta tesis para optar por el grado de Doctor en Administración y Economía en la Universidad de Salamanca, con el título "*Regulación y Gobierno Corporativo como mecanismo de control del uso de información privilegiada. Estudio comparativo de España y Reino Unido*", sostuvo su investigación en tres tópicos centrales: (i) Analizar la eficacia de la regulación como mecanismo exógeno de control, en diferentes contextos reguladores, (ii) Evaluar la eficacia de la estructura de propiedad como mecanismo interno de control sobre el *insider trading* y, (iii) Evaluar el impacto del consejo de administración como mecanismo interno de control sobre el *insider trading*. En las conclusiones se señalan las mayores cautelas a nivel corporativo que existen en el Reino Unido a diferencia del gobierno de España, así, cuando los directivos deben solicitar consentimiento a sus superiores para realizar operaciones con acciones propias en mercado abierto y, la mayor coerción en el cumplimiento de la normativa, al instaurarse un mayor control de los incumplimientos de la ley por parte de los directivos, mediante la implantación de amonestaciones y de sanciones proporcionales al delito. Este trabajo se apoya en razones poco dogmático-penales, en tanto mira el fenómeno del *insider trading* desde una visión desde y hacia lo más o menos rentable. Advertimos, no obstante, que una principal limitación en

su elaboración ha sido de carácter temporal respecto a la información obtenida durante el periodo 2003.

Es conveniente señalar que la utilidad del citado antecedente, también radica en aquellas hipótesis que al comprobarse establecen que la eficacia de la regulación puede ser complementada desde el interior de la empresa mediante el correcto diseño y funcionamiento del sistema de gobierno corporativo, tanto en relación con la estructura de propiedad como respecto a la composición del consejo de administración.

Un tema de álgido debate se ubica en las rentabilidades obtenidas por los *insiders* e ineficiencia que produce la regulación del *insider trading* en los principales mercados internacionales, entre ellos el Reino Unido, Alemania, España y Estados Unidos.

En concreto, el gobierno corporativo cumple una función que pareciera situar en un papel accesorio al Derecho penal. Por tanto, el Derecho penal económico sería doblemente accesorio.

6. (Upegui T., 2014, p. 555). En la presente tesis para optar por el grado de doctor en Derecho, sustentada en la Universitat Autònoma de Barcelona, con el título “La responsabilidad civil por «abuso de mercado» en el Mercado de Valores” tuvo como objetivo cardinal reflexionar sobre la necesidad de establecer un régimen específico de responsabilidad civil por abuso de mercado, en conjunción con la construcción de un modelo que sirva como referente para enfrentar desde la esfera jurídico-civil para el derecho español, como consecuencia de la evolución normativa en la Unión Europea. Se expone el daño que surge a consecuencia del abuso del mercado. El autor tiene como conclusiones, entre

otras, que la responsabilidad civil por abuso de mercado, además de “reforzar la protección de la libre formación de los precios en los mercados de valores, encara directamente la cuestión de la reparación o indemnización por el menoscabo causado a los inversores o, a quienes sin serlo, desarrollan una actividad o tienen un patrimonio que multa o depende de la evolución de los mercados financieros”. El modelo propuesto por el autor brinda prioridad a la regulación civil frente a la que ya se ofrece en otras sedes del derecho.

Se considera que es un antecedente válido ya que Upegui ha empleado como ejemplos históricamente insatisfactorios la regulación del uso indebido de información privilegiada y su represión a nivel administrativo.

De este modo, ocupa un papel protagónico el paradigma del inversor razonable, junto al examen de la relevancia o no de la información a la que accede un agente o partícipe económico al momento de tomar de decisiones de inversión (independientemente de las motivaciones particulares de los inversores o de que hayan sido inducidos a negociar por el *insider*), refuerzan el elemento de la causalidad en los mercados impersonales.

En el citado trabajo Upegui aprueba la concepción de protección de intereses colectivos del delito de iniciados compuestos por factores individuales, y lo cataloga como un delito de peligro abstracto, por cuanto no se necesita que se materialice un peligro concreto, lo que supone una transición al adelantamiento de las barreras de punibilidad y regulación desde la óptica de una forma agravada.

7. (Fernández N., 1999, p. 869). En la presente tesis para optar por el grado de doctor en Derecho, sustentada en la Universitat de Alicante, con el título “La protección del inversor: aspectos jurídico-societarios” ha concentrado su primer objeto de investigación en determinar si los accionistas-inversores cuentan con una adecuada tutela jurídica mediante la normativa societaria, bursátil o de otras disciplinas, y en segundo lugar, como consecuencia de tal análisis dotar a dichos instrumentos de una cierta sistematicidad normativa, con el fin de brindar respuesta tanto a la protección de los intereses particulares como de carácter social.

El trabajo tiene como conclusiones que -para aquella época- la tutela jurídica del inversor resultaba insatisfactoria. Otro punto que critica el autor es el relacionado a la deficiente regulación existente sobre promoción-publicidad de información en beneficio del accionista-inversor. Por tanto, establece que “el ordenamiento español constituye un foco jurídico que aunque ha ido evolucionando resulta todavía poco tuitivo a la doble condición del accionista”, que a su vez es un inversor.

Particularmente el citado antecedente guarda relación con la categoría asumida en el presente trabajo, pues se toca el tema del fenómeno del abuso de información privilegiada como un “hito importante de protección del inversor”, al establecer deberes primarios de no realización o evitación para que aquellos sujetos que dispongan de información privilegiada.

Así, realiza una pormenorizada definición sobre las condiciones necesarias para considerar como objeto material idóneo del *insider trading*. Este aspecto es importante, porque respalda la postura de

nuestra investigación en cuanto a los elementos normativos del tipo penal.

1.2. BASES TEÓRICAS

A. FUNDAMENTOS DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL DERECHO ADMINISTRATIVO

En el Perú, la regulación del uso indebido de información privilegiada tiene un punto de inicio normativo en el Decreto Legislativo Nro. 755, publicado en el Diario Oficial El Peruano con fecha 13 de noviembre de 1991. En efecto, dentro del Título II, Capítulo V, nuestro legislador ofreció una explicación material limitada para el campo administrativo, no obstante, por diversas razones no conocidas se apartó de tomar en consideración su represión en sede penal. Este constituye un extremo de indiscutible referencia, por lo que la profundidad de la persecución punitiva no aparece aquí.

En efecto -aunque de modo disperso- en los artículos 37° se explican supuestos conductuales que constituyen infracción respecto al uso indebido de información, pero en específico el segundo párrafo del artículo 39° del decreto en referencia detalla sobre el objeto material que: “Se entiende por información privilegiada toda aquella procedente del emisor, de carácter concreto, atinente a uno o a varios valores, que no haya sido dada a conocer al público y que, de haber sido difundida, hubiera podido incluir significativamente en la cotización del valor o valores de que se trate.” Por su parte, el mismo indica que la lesión administrativa es realizable por cualquier persona. Sin duda, esta infracción no planteaba una cláusula jurídica que normativamente aprobara un alcance limitado de infractores, como sí ocurría respecto en el artículo 37°.

Las exigencias, en todo caso, tenían un deber de abstención. La acción no permitía que se ejecute de manera directa o indirecta, cualquier operación en el mercado, así como de comunicar la información a terceros o recomendar la compra o la venta del valor.

De conformidad al Decreto Legislativo Nro. 755, siguiendo la tendencia global la configuración de lo dispuesto en el artículo antes citado se sancionaba con multa y, por tanto de manera colateral, se generaba la obligación de entregar al emisor el beneficio obtenido o el que se hubiera podido obtener al momento de cometer la infracción. Es decir, el derecho administrativo solucionaba aspectos de resarcimiento y reparación del daño. En definitiva, como se expone, el reintegro es en favor de la persona o agente respectiva que emite valores mobiliarios, cuya afectación en sede administrativa estaba marcada por el uso indebido de información privilegiada.

Bajo el rigor de esta legislación, si bien el significado de la información privilegiada no resulta tan distinto a la actual y vigente, sí ocupa una concepción más restringida respecto a la célebre y conflictiva información reservada, última que forma parte de la primera. Las explicaciones nos remiten al artículo 28°, que advierte que estas últimas se tratan solo en supuestos de negociaciones en curso, o dicho en otros términos, que al margen de la presencia de negociaciones no estáticas no puede asignarse a un hecho o negocio el carácter de reservado en el campo legal y vinculante del Decreto Legislativo N° 755. A través de estas referencias, no obstante, no tuvieron un desarrollo más preciso que el anotado.

La legislación descrita fue posteriormente derogada por el vigente Decreto Legislativo N° 861, publicado el 22 de octubre de 1996, Ley del Mercado de Valores. Algunos tipos legales serían de imposible interpretación sin una regulación extrapenal, en primer lugar y hasta lo que aquí hemos abordado

nos referimos a la relación administrativa entre el Decreto Legislativo N° 755 y el Decreto Legislativo N° 861.

En este enfoque empleado, sin embargo, se añade un carácter jurídico penal a raíz de la segunda ley, en tanto “si bien la primera, si bien se atendía acertadamente en sede administrativa qué debía entenderse por información privilegiada, se omitía tipificar en sede penal los casos de uso indebido de información privilegiada” (Lértora, 2016, p. 4), y consecuentemente el *insider trading* carecía de punibilidad. Tal situación, sin embargo, merecería mayor atención según se observa a través de la actual legislación, pues se amplió el margen de sanción ante el incumplimiento de la abstención de hacer uso indebido de información privilegiada, así como el condicionamiento de la libertad a través de su penalización. Desde esta perspectiva, se configura la intervención más radical en la esfera del libre desarrollo de la *acción apoderativa al acceso democrático de información bursátil*.

Así lo expuesto, la información privilegiada no es un concepto material sin evolución, como se ha creído, pues actualmente se considera consagrado en el artículo 40° del Decreto Legislativo N° 861 de mayor alcance al antes expuesto. Ese artículo regula que: “Para los efectos de esta ley, se entiende por información privilegiada cualquier información proveniente de un emisor referida a éste, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos o garantizados, no divulgada al mercado y cuyo conocimiento público, por su naturaleza, sea capaz de influir en la liquidez, el precio o la cotización de los valores emitidos. Comprende, asimismo, la información reservada a que se refiere el artículo 34 de esta ley y aquella que se tiene de las operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores, así como aquella referida a las ofertas públicas de adquisición.” Como se observa, presupone la comprensión de la información reservada, que en sentido exegético tiene una relación distinta a la antigua regulación.

En ese mismo sentido, la ley reseña en su artículo 41° un arco delimitado de personas que podrían manejar indebidamente esa información privilegiada. Para conseguir esa situación jurídica, se dice que para efectos de la presente ley, se presume que poseen información privilegiada: “(a) Los directores y gerentes del emisor y de los inversionistas institucionales, así como los miembros del Comité de Inversiones de estos últimos, en su caso; (b) Los directores y gerentes de las sociedades vinculadas al emisor y a los inversionistas institucionales; (c) Los accionistas que individualmente o conjuntamente con sus cónyuges y parientes hasta el primer grado de consanguinidad, posean el diez por ciento (10%) o más del capital del emisor o de los inversionistas institucionales; y, (d) El cónyuge y los parientes hasta el primer grado de consanguinidad de las personas mencionadas en los incisos precedentes”. Adicionalmente, bajo el rótulo de otras presunciones, en el artículo 42° se incluyen once personas como círculo de posibles autores de la infracción, entre ellos, los socios y administradores de las sociedades auditoras contratadas por el emisor, de los Comités de Clasificación de las clasificadoras, así como los integrantes de la Comisión Clasificadora de Inversiones a que se refiere el Decreto Ley N° 25897, de los agentes de intermediación, mecanismos centralizados.

Ahora bien, en cuanto a la información reservada, nuestro legislador prevé en el artículo 34° que puede asignarse a un “hecho o negociación en curso el carácter de reservado, cuando su divulgación prematura pueda acarrear perjuicio al emisor”. Entonces, si se configura un hecho negociación en curso también será un escenario propicio y legítimo para el *insider trading*. En todo caso, “el acuerdo respectivo obligado a que sea adoptado por no menos de las tres cuartas ($\frac{3}{4}$) partes de los miembros del Directorio de la sociedad de que se trate o del órgano que ejerza sus funciones”, según dispone el artículo comentado.

Además, en defecto del Directorio o del referido órgano, el acuerdo de reserva debe ser tomado por todos los administradores. Esta información reservada, ha de entenderse como deber de comunicación en favor de la Superintendencia del Mercado de Valores.

Para conseguir su consolidación normativa, la prohibición prevista en el artículo 43° también se sostiene en el Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Decreto Supremo N° 03-2002-EF que asumió sin mayores modificaciones las definiciones antes detalladas.

Sin embargo, el panorama administrativo que se espera proteger no acaba en el Decreto Legislativo N° 861 y su Reglamento, sino en el ámbito de un reglamento especialmente diseñado para el *insider trading*. Esto es así en la medida que el artículo 12° de la Ley del Mercado de Valores señala que la Conasev -en referencia a la Superintendencia del Mercado de Valores, mediante norma de carácter general, puede “establecer y prohibir otras situaciones, comportamientos de abuso de mercado o que infrinjan la transparencia e integridad del mercado de valores”. Se debe examinar que con fecha 04 de febrero de 2010 se publicó la Ley N° 29660, que modificó el artículo 12° de la LMV, estableciendo medidas básicas para estar en la facultad de reprimir la manipulación de precios en el mercado de valores. Sin duda ingeniosa para fijar la ausencia de permisión de estos comportamientos.

La razón de la aprobación de la Ley del Mercado de Valores, sin embargo, reclama una dinámica que excede a la seguridad estática que otorga el principio de legalidad, en el marco teórico de la aceptación de la jurisprudencia como desarrollo del texto positivizado, merece presentar las concepciones con poca profundidad que han sido desarrolladas en los pronunciamientos - en su mayoría agrupadas por su escasa virtualidad- de la Superintendencia del Mercado de Valores sobre el principio de transparencia.

1. (Resolución SASP N° 001-2016-SMV/10), (Resolución SASP N° 002-2016-SMV/10), (Resolución SASP N° 008-2016-SMV/10), (Resolución SASP N° 013-2016-SMV/10), (Resolución SASP N° 015-2016-SMV/10), (Resolución SASP N° 025-2016-SMV/10), (Resolución SASP N° 003-2015-SMV/10), (Resolución SASP N° 036-2015-SMV/10), (Resolución SASP N° 039-2015-SMV/10), (Resolución SASP N° 009-2014-SMV/10), (RSASP N° 011-2014-SMV/10), (Resolución SASP N° 023-2014-SMV/10), (Resolución SASP N° 026-2014-SMV/10), (Resolución SASP N° 027-2014-SMV/10), (Resolución SASP N° 028-2014-SMV/10), (Resolución SASP N° 029-2014-SMV/10), (Resolución SASP N° 032-2014-SMV/10), (Resolución SASP N° 038-2014-SMV/10), (Resolución SASP N° 041-2014-SMV/10), (Resolución SASP N° 044-2014-SMV/10), (Resolución SASP N° 045-2014-SMV/10), (Resolución SASP N° 049-2014-SMV/10), (Resolución SASP N° 004-2013-SMV/10-SMV/10), (Resolución SASP N° 013-2013-SMV/10). En estas resoluciones emitidas por la Superintendencia Adjunta de Supervisión Prudencial de la Superintendencia del Mercado de Valores analiza la gravedad del daño al interés público y/o bien jurídico protegido cuando se trata de la remisión de la información periódica o eventual. Sobre el particular, precisa que “todo incumplimiento a la normativa sobre su presentación oportuna, esto es a la inobservancia de los plazos establecidos para presentar dicha información, afecta la transparencia en el mercado de valores, debido a que a través de ello se cautela el derecho de los inversionistas reales y potenciales, así como del público en general, a acceder a dicha información de manera oportuna con el fin de adoptar decisiones de inversión o realizar determinada evaluación”.

De este modo, es notoria la ausencia de una fundamentación que supere el contenido estrictamente positivo regulado la Ley del

Mercado de Valores. Es decir, el razonamiento no se basa en un fundamento racional adicional al expuesto por el legislador.

En cierta manera, las conclusiones que asume no nos permiten construir un concepto dogmático de la transparencia en el Mercado de Valores, que, por lo demás, en todos estos casos se afirma ha sido mínima.

2. (Resolución SASP N° 003-2016-SMV/10), (Resolución SASP N° 039-2014-SMV/10), (Resolución SASP N° 020-2016-SMV/10), (Resolución SASP N° 021-2016-SMV/10), (Resolución SASP N° 022-2016-SMV/10), (Resolución SASP N° 027-2016-SMV/10), (Resolución SASP N° 017-2014-SMV/10), (Resolución SASP N° 020-2014-SMV/10, (Resolución SASP N° 022-2014-SMV/10). En estas resoluciones emitidas por la Superintendencia Adjunta de Supervisión Prudencial de la Superintendencia del Mercado de Valores lleva adelante la precisión en cuanto a la afectación del principio de transparencia relacionada al margen temporal en su realización. En efecto, con relación a la condición referida a que la afectación a la transparencia en el mercado de valores sea mínima, se debe señalar que en la presente resolución se menciona que “todo incumplimiento a la normativa respecto de los plazos establecidos para presentar información periódica y eventual afecta la transparencia en el mercado de valores, más aún si este incumplimiento se prolonga en el tiempo”.

Como se advierte, la prolongación en la línea temporal no genera un factor de gravedad. Sin perjuicio de ello, de acuerdo con una situación en que se trate de una sociedad titulizadora que no haya tenido, ni tenga un valor inscrito en el Registro Público del Mercado de Valores con relación a un patrimonio fideicometido en

específico, ello restringe el alcance de la finalidad del principio de transparencia, por cuanto no tendrían bajo su administración un patrimonio fideicometido de oferta pública.

Este supuesto adquiere relevancia, pues en algunos casos, como se colige de estas resoluciones, un mayor retraso en la presentación de la información podría determinar un mayor grado de afectación a la transparencia del mercado de valores.

3. (Resolución SASP N° 010-2016-SMV/10), (Resolución SASP N° 014-2016-SMV/10), (Resolución SASP N° 021-2016-SMV/10), (Resolución SASP N° 024-2016-SMV/10), (Resolución SASP N° 028-2016-SMV/10), (Resolución SASP N° 029-2016-SMV/10), (Resolución SASP N° 004-2015-SMV/10), (Resolución SASP N° 008-2015-SMV/10), (Resolución SASP N° 043-2014-SMV/10). En estas resoluciones emitidas por la Superintendencia Adjunta de Supervisión Prudencial de la Superintendencia del Mercado de Valores se efectúa una ampliación de motivación en cuanto a la lesión del principio de transparencia.

Sin duda, todo incumplimiento a la normativa sobre la presentación oportuna de información, esto es a la inobservancia de los plazos establecidos para presentar dicha información, afecta la transparencia en el mercado de valores, pues según la concepción normativa de este órgano de línea debido “a través de ello se cautela el derecho de los inversionistas reales y potenciales, así como del público en general, a acceder a dicha información de manera oportuna con el fin de adoptar decisiones de inversión o realizar determinada evaluación”.

Es difícil establecer un sustento mayor sobre la transparencia, pues mucho depende de las bases dogmáticas que lleven a cabo los especialistas, las cuales son reducidas, sin embargo, en estas resoluciones se revela que la falta de presentación de información a la Superintendencia además trasgrede “la implementación de sus actividades de supervisión y control que buscan proteger la integridad del mercado”.

4. (Resolución SASP N° 003-2015-SMV/10, (Resolución SASP N° 014-2014-SMV/10), (Resolución SASP N° 025-2014-SMV/10). En estas resoluciones emitidas por la Superintendencia Adjunta de Supervisión Prudencial de la Superintendencia del Mercado de Valores indica un razonamiento distinto a los antes expuestos y que ciertamente resulta convincente sobre el fundamento sustantivo del principio de transparencia, estima un foco individualizado.

En principio se precisa que en los presentes casos no se cumple con la condición referida a la afectación mínima al principio de transparencia en atención a que la información financiera. Más tarde, empero, desde otro extremo pone en evidencia que cuanto más aumenta la ausencia de información en favor de los agentes que intervienen en el sector, sea uno o más días de atraso, p. ejem. mayores a los diez días, esta imposibilidad de acceso afecta las decisiones financieras.

En cuanto a lo pertinente señala que debe tenerse en cuenta que los supervisados administran un fondo de inversión de oferta pública, por lo que “en este caso la presentación de información periódica y eventual a la que se encuentra obligada la sociedad administradora está dirigida no solo al público en general o a los potenciales inversionistas, sino también a los partícipes del Fondo”.

En tal sentido, en el presente caso, la finalidad de la transparencia del mercado de valores tiene un mayor alcance, puesto que el ámbito de protección también alcanza tanto a los potenciales inversionistas como a los partícipes, inversionistas del Fondo. El cumplimiento de los plazos establecidos en la normativa para la presentación de dicha información tiene mucho en común con el la protección de bienes jurídicos supraindividuales.

Este fundamento refuerza la idea de que el mayor retraso en la presentación de dicha información puede determinar en algunos casos el grado de afectación a la transparencia del mercado de valores, pero ya no solo como una fórmula abstracta, sino en virtud de una situación material, la lesividad puede darse con la presentación de la mencionada información con retraso de un solo día calendario. Pero lo cierto es que hay situaciones en que la información se presenta con un retraso de solo minutos, lo cual, si bien puede que se resuelva sancionar en sede administrativa, para el derecho penal constituye un argumento poco convincente y desproporcional que debe descartarse.

5. (Resolución SASP N° 030-2014-SMV/10), (Resolución SASP N° 031-2014-SMV/10). En estas resoluciones emitidas por la Superintendencia Adjunta de Supervisión Prudencial de la Superintendencia del Mercado de Valores se añade un criterio de organización de riesgos. La SMV pone de manifiesto que, en el caso particular de los agentes de intermediación, se debe considerar que para que el mercado de valores se desarrolle eficientemente, se requiere que “los inversionistas confíen en un sistema de intermediación que les demuestre estabilidad y capacidad para efectuar sus transacciones con normalidad y

administrar los riesgos propios de su actividad”, por lo cual para fines de dicha evaluación, “el acceso de manera oportuna a la información financiera de los intermediarios por parte de los inversionistas y potenciales comitentes, resulta de suma importancia”. Estas conclusiones son evidentemente tuitivas y nos recuerdan el margen de autonomía en la imposición de sanciones por parte de la autoridad administrativa.

6. (Resolución SASP N° 001-2013-SMV/10). Igual que en la sección anterior, en la resolución bajo análisis la Superintendencia Adjunta de Supervisión Prudencial de la Superintendencia del Mercado desestima que la información que posean supervisados que no sean emisores, esto es, “aquellas personas de derecho privado o de derecho público que no emiten valores mobiliarios vía oferta pública”, no puede ser comprendida dentro del arco sancionador e infractor carece de legitimidad. La perspectiva de incluir dicha posibilidad está presente y constituye una definición no solo hipotética, sino que su responsabilidad administrativa por violar la transparencia del Mercado de Valores por no presentar información es clara y manifiesta.

En efecto, debe indicarse que las Empresas Administradoras de Fondos Colectivos, si bien no se encuentran dentro del ámbito del mercado de valores, “no significa que se encuentren exentas de la obligación de presentar la información financiera, su información resulta relevante toda vez que de no hacerlo se priva a los participantes o asociados del mismo a conocer de manera oportuna la situación financiera de la empresa administradora que le permita realizar determinada evaluación de la misma a efectos de decidir contratar o no con ella”. Por otro lado, aunque no se trata aquí de aceptar el razonamiento expuesto, la lógica subyacente es que

todo retraso en presentar información al mercado constituye un aspecto que, sin cerrarse a su categorización, tiene una connotación de grave persecución.

Tampoco debe afirmarse esta clase de violaciones al principio de transparencia, pero su protección parece estar mejor resuelta en sede administrativa.

De otro lado, el contenido sancionador extenso y pormenorizado del *insider trading*, fue aprobado mediante Resolución SMV N° 05-2012-SMV/01 del 05 de marzo del 2012, acuñado como el “Reglamento contra el Abuso de Mercado – Normas sobre uso indebido de Información Privilegiada y Manipulación de Mercado”, su composición, de eso da bien cuenta este reglamento, es tocado en más sus tres títulos, que además está fuertemente influenciada por ordenamientos foráneos. No menos importantes vienen a ser sus disposiciones complementarias finales.

Especialmente, en comparación con las leyes que anteceden, en este reglamento sí se determinan los elementos centrales que componen la estructura material de la información privilegiada. Nuestro legislador, antes de dar la forma sustantiva final al reglamento decidió recorrer diversos territorios, recogiendo un poco de información de uno y otro. Es por ello que, en definitiva, según las prácticas internacionales seguidas “en Colombia (Ley 964 de 2005, Ley del Mercado de Valores) / Descubrimiento de Precios en el Mercado de Valores 2010 – Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia; Chile (Ley N° 18.405, Ley del Mercado de Valores); Estados Unidos (Securities Exchange Act of 1934); España (Ley 24/1988, de 28 de julio del Mercado de Valores / Real Decreto 1333/2005), las Directivas de la Comunidad Europea (Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, Directiva 2003/124/CE de la Comisión); la Directiva de Abuso de Mercado emitida por el Comité Europeo de Reguladores de Valores; Alemania (Ley del Mercado

de Valores – *Wertpapierhandelsgesetz* – WpHG); Francia (General Regulation of the AMF Title III Market Manipulation) así como el Reporte preparado por el Comité Técnico de la Organización Internacional de las Comisiones de Valores (IOSCO) Mayo 2000”.

En definitiva, es poco posible invocar el desconocimiento de esta normativa. Pero, a diferencia del principio de transparencia, se decide marcar fuerza en lo relacionado con cualquier conducta que genere un tratamiento asimétrico de la información y/o atente contra la correcta formación de precios en el mercado.

En tal medida, deja de discutirse el alcance de la información no divulgada al mercado y aquella que ínsitamente al ser de conocimiento público podría repercutir en la cotización de valores.

Estas dos privaciones se expresan con acierto en el artículo 4°. Por un lado, en el inciso 4.1. se indica que: “Por información no divulgada al mercado se entiende aquella que, si bien está destinada a ser divulgada al mercado, aún no ha sido diseminada a través de mecanismos que permitan el acceso a dicha información por parte del público en general, incluyendo el Registro Público del Mercado de Valores que lleva la SMV, los sistemas de información que administra la Bolsa de Valores de Lima o cualquier otro medio masivo de comunicación.”

Esta importancia relacionada a los mecanismos preestablecidos para la difusión de información comprende un párrafo adicional, cuyo tenor literal es que “se considera que la información destinada a ser divulgada al público en general aún no adquiere el carácter de pública cuando únicamente ha sido difundida por el emisor dentro de las juntas generales de accionistas, sesiones de directorio u otras reuniones o asambleas similares, grupos de inversionistas, analistas u otros partícipes”. Y de otro lado, el numeral 4.2

manifiesta que: “Por información cuyo conocimiento público, que por su naturaleza, sea capaz de influir en la liquidez, el precio o la cotización de un valor, se entiende aquella información aún no divulgada al mercado, que de hacerse pública influiría en las decisiones de inversión adoptadas por los inversionistas”.

Este Reglamento contempla en su Exposición de Motivos una introducción dedicada a la transparencia de la información y de las operaciones, resaltando la contribución que se realiza a través del citado principio para que “los inversionistas puedan tomar decisiones de inversión eficientes y negociar a precios que se formen por la libre interacción de la oferta y demanda”. En definitiva, las prácticas manipulativas, v. gr. mediante el uso indebido de información privilegiada, atentan contra la correcta formación de precios y menoscaban el rol de los mercados financieros en el proceso de asignación de recursos en la economía, impidiendo la existencia de mercados equitativos, eficientes y transparentes.

En torno a la información que podría calificar como información privilegiada, a diferencia de la Ley del Mercado de Valores, este Reglamento se ocupa de detallar extensamente alrededor de casi treinta situaciones, pues su objetivo es satisfacer un estado de cognición normativo suficiente. Ya en esta normativa llegan a nosotros los llamados estados financieros del emisor, cambios directivos y los dictámenes de auditores de información calificada, cuyo conocimiento es indispensable para la comprensión de los contornos de la política criminal, como posteriormente se advertirá.

En este sentido, resulta proporcional para los fines de la presente investigación, citar todas las modalidades que el Reglamento contiene en el artículo 5° y sus distintos incisos, a saber:

“5.1. Cambios en la unidad de decisión o control del emisor.

- 5.2. Cambios en los acuerdos de control del emisor.
- 5.3. Fusiones, adquisiciones u otras reorganizaciones societarias.
- 5.4. Cambios en las utilidades o pérdidas esperadas.
- 5.5. Transferencias de paquetes accionarios.
- 5.6. Cambios en los miembros del Directorio, Gerencia u órganos equivalentes.
- 5.7. Dictámenes de auditores con opinión calificada.
- 5.8. Nuevas patentes, licencias o marcas registradas.
- 5.9. Contratos con el gobierno, clientes o proveedores.
- 5.10. Incumplimientos de pagos en el caso de instrumentos representativos de deuda.
- 5.11. Planes de recompra o redención de acciones.
- 5.12. Pago de dividendos o cambios en las políticas de dividendos.
- 5.13. Informes de clasificación de riesgo de los valores y cambios en la clasificación de riesgo de un valor.
- 5.14. Reestructuración económica y financiera, liquidación extrajudicial o quiebra.

5.15. Compra o disposición de activos o cambios en la calidad o valor de los mismos.

5.16. Disputas legales significativas.

5.17. Revocación o cancelación de líneas de crédito.

5.18. Insolvencia de deudores relevantes.

5.19. Los estados financieros del emisor.

5.20. Información relacionada con la oferta o demanda de los valores emitidos en el mercado por un emisor, incluyendo aquella referida a las ofertas públicas de adquisición y la que se tiene respecto de las órdenes de compra o venta a efectuar dentro o fuera de mecanismos centralizados de negociación.

5.21. Informes de valorización elaborados por las sociedades de auditoría, bancos, bancos de inversión o empresas de consultoría en el marco de una oferta pública de adquisición u oferta pública de compra por exclusión.

5.22. Información respecto de las garantías que respaldan el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores.

5.23. Información relacionada con los aspectos económicos, legales y financieros propios del emisor o de alguna empresa perteneciente a su grupo económico.

5.24. Información respecto del entorno económico, social y político en el que opera el emisor o alguna de las empresas de su grupo económico.

5.25. Información proveniente de entidades de gobierno incluyendo, entre otros, reportes sobre tendencias económicas (producción, empleo, tipo de cambio, tasa de interés, inflación, etc.) y decisiones de política económica, con incidencia en el desenvolvimiento legal, económico y financiero del emisor.

5.26. Información de las operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores.

5.27. Información referida al patrimonio cuyo propósito exclusivo es respaldar el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio, así como información referida a un fondo mutuo de inversión en valores y/o fondo de inversión”.

Sobre el particular, hay que advertir que el Reglamento (aprobado mediante Resolución SMV N° 05-2012-SMV/01 del 05 de marzo del 2012, “Reglamento contra el Abuso de Mercado – Normas sobre uso indebido de Información Privilegiada y Manipulación de Mercado”) sufrió una modificatoria a través de la Resolución SMV N° 017-2015-SMV/01 del 17 de septiembre del 2015. De tal manera, la lista que se detalla precedentemente es enunciativa y no limitativa. La conveniencia de esta modificatoria marca una intensidad en el cumplimiento y observancia de los deberes imperativos que recaen sobre los emisores y otros agentes supervisados por la Superintendencia del Mercado de Valores, y se sostiene paralelamente desde el punto de vista que ofrecen los Lineamientos contra el uso de información privilegiada.

Es por ello, que la Superintendencia del Mercado de Valores está en la posición jurídica de investigar y sancionar el uso indebido de información privilegiada.

Estas funciones antes fueron detalladas, pero aquí precisamos que también se están incluyendo los supuestos enunciados en los numerales 5.1 al 5.27 del presente artículo. Como se ha hecho mención anteriormente, el análisis del presente tipo hunde sus raíces en la Ley del Mercado de Valores, cuya pieza primordial fue la creación de la actual Superintendencia del Mercado de Valores, organismo que tiene por fin no solo “velar por la protección al inversionista, la eficiencia y transparencia del mercado de valores y la difusión de toda la información necesaria para el cumplimiento de tales propósitos”, sino, de modo detallado, “tiene por finalidad supervisar el cumplimiento de las normas sobre el mercado de valores”.

En nuestro país se adoptó una clara referencia a los fines que persigue el mercado de valores, al reconocer como objeto principal promover el desarrollo ordenado y la transparencia del mercado de valores, así como la adecuada protección del inversionista (la Ley del Mercado de Valores -así como su Texto Único Ordenado, aprobado por Decreto Supremo N° 93-2002-EF el 11 de junio del 2002). Esta mención expresa que se estatuye en su artículo 1° luego se ve desarrollada en las prohibiciones que se regulan en el artículo 12°.

La acción omisiva se considera una infracción administrativa, entre otras las transacciones ficticias respecto a cualquier valor, es decir no real, tampoco concreta o cierta.

La Ley también reacciona ante “la inducción de transacciones de compra o venta de valores por medio de cualquier acto, práctica o mecanismo desleal, que ha preferido instituir como engañoso o fraudulento” (la Ley del Mercado de Valores -así como su Texto Único Ordenado, aprobado por Decreto Supremo N° 93-2002-EF el 11 de junio del 2002). En ese artículo se recurrió a brindar prelación a la “Transparencia de las Operaciones”.

Asumimos la postura de que las facultades globales ya expuestas se continúan desarrollando dentro de otras corrientes extrapenales.

En la sociedad actual, donde la legalidad depende de su mayor cuota de determinación, no debe reducir su fórmula legal a una expresa y concisa para conocer lo normativo y obligatorio, sino debe mirar hacia un horizonte amplio de modalidades, pero no indefinido. La lógica de este planteamiento nos lleva hacia el artículo 1. 11 del Reglamento de Sanciones, aprobado mediante la resolución SMV N° 035-2018-SMV/01, publicada en el Diario Oficial El Peruano el 18 de diciembre de 2018 el cual adhiere cognitivamente a las personas a lo que es una infracción muy grave, en concreto: “Hacer uso indebido y valerse, directa o indirectamente, en beneficio propio o de terceros, de la información privilegiada que se posee”. Hay que mencionar que este Reglamento es el vigente a la fecha, (mención al Reglamento de Sanciones, aprobado por Resolución CONASEV N° 055-2001-EF/94.10, publicado el 23 de octubre del 2001). El reglamento derogado el cual contenía la misma infracción, así como aquellas otras dos relacionadas, que según los numerales 1.7, 1.10 y 1.11 del Anexo I del Reglamento de Sanciones disponían, respectivamente, que son faltas muy graves: “a) No velar, las personas que poseen información privilegiada, porque sus subordinados acaten las prohibiciones establecidas en la normativa y las normas internas correspondientes; b) Recomendar la realización de operaciones con valores cuando se posee información privilegiada sobre estos. Como faltas muy graves, las sanciones pueden ser: i) multa de cincuenta (50) a setecientas (700) UIT; ii) Suspensión de la autorización de funcionamiento por un plazo no menor de diez (10) días y hasta cuarenta y cinco (45) días; iii) Exclusión de un valor del Registro; iv) Cancelación de la inscripción en el Registro, v) Revocación de la autorización de funcionamiento, vi) Destitución del funcionario; e vii) su inhabilitación, siendo las dos últimas excluyentes”. Estas sanciones solo se configuran tomado en referencia aspectos materiales del *insider trading* (Resolución SMV N° 05-2012-SMV/01 del 05 de marzo del

2012, acuñado como el “Reglamento contra el Abuso de Mercado – Normas sobre uso indebido de Información Privilegiada y Manipulación de Mercado”, Artículo 5 y ss).

Particularmente, la represión del uso indebido de información privilegiada no permite en sede administrativa la abstención del inicio de un procedimiento sancionador, pues por el hecho ínsito de su gravedad extrema lo impide. Esta medida está regulada y la ley así la respalda (Reglamento de Sanciones, aprobado mediante la Resolución SMV N° 035-2018/01 del 2018, del 18 de diciembre de 2018, artículo 24°). No se refiere la posibilidad de esta abstención aun cuando el administrado cumpla voluntariamente de las medidas correctivas establecidas con anterioridad, lo cual no reduce las exigencias relacionadas con las llamadas acciones liberadas que reconoce el artículo 1° de la Ley del Mercado de Valores y sus ordenanzas. En ese sentido, el infractor no podrá eximirse de responsabilidad aduciendo que “no obtuvo ningún beneficio económico producto de su conducta ilícita”.

Limitando más los conceptos y vías específicas para perseguir esta forma de conducirse contra el mercado de valores, nuestro ordenamiento regula el inicio de un procedimiento administrativo sancionador. Sin duda que refuerza la ausencia de voluntad para reparar del daño sin coacción. La forma de sancionar, entonces, tiene un marco más amplio (La Ley del Procedimiento Administrativo General, aprobada mediante Decreto Supremo N° 004-2019-JUS, publicado con fecha 25 de enero del 2019 en el Diario Oficial El Peruano, prevé estos lineamientos desde el art. 247° en el Capítulo III). Y aunque a primera vista resulta evidente que exista una normativa general administrativa, lo cierto es que en virtud de esta normativa se mira al procedimiento administrativo sancionador como uno que también está revestido de garantías y principios integrantes del debido proceso, en este caso procedimiento, con el objetivo de atender infracciones en perjuicio de la sociedad civil que interviene en el mercado de valores.

En esta investigación se ha llegado a indagar que el procedimiento administrativo sancionador prohíbe la imposición simultánea de una sanción por “el mismo hecho en los casos en que se aprecie la identidad del sujeto, hecho y fundamento”, conforme al derecho del *non bis in ídem*, que se prevé en el art. 248°, numeral 11. De conformidad con la Ley administrativa en referencia: “[S]on actos administrativos, las declaraciones de las entidades que, en el marco de normas de derecho público, están destinadas a producir efectos jurídicos sobre los intereses, obligaciones o derechos de los administrados dentro de una situación concreta”. Un acto administrativo, sin exclusión, produce efectos jurídicos.

Un acto administrativo es la parte de la norma jurídica individual, creado por un acto de voluntad jurídica dictado en ejercicio de función administrativa, unilateral y que origina consecuencias jurídicas inmediatas (Linares, 1975, p. 120). Bajo ese punto de vista, toda declaración de voluntad, en ejercicio de funciones administrativas, sería un acto administrativo. Empero, un acto administrativo se dicta para concretar en un supuesto específico la potestad conferida por la Ley (Morón, 2014, p. 89), de tal manera que sus efectos deben ser directos, en tanto la producción de dichas consecuencias jurídicas significa que crea derechos u obligaciones para ambas partes: la Administración y el administrado.

De todos modos, en cuanto a que los vívidos efectos que produce un acto administrativo, estos combinan circunstancias actuales y ulteriores. La teoría administrativa determina que deben responder a una cualidad directa, pública y subjetiva. Según esta afirmación se excluye el ámbito de la actuación pública que recae al propio interior de las entidades, que caracteriza a “los actos de administración o actos internos de la administración, tales como los informes, opiniones, proyectos, actos de trámite, etc”.

De esta forma, los derechos y mecanismos de protección que le reconoce la Ley Administrativa para evitar incurrir en esta problemática son amplios, (p. ej. art. 10°, 11°, 247° y ss), por lo que no se debe recurrir de manera arbitraria y antinormativa al derecho penal. El Perú ha determinado que la vía contenciosa administrativa, que regula la Ley N° 27584, modificado por el D. Leg. N° 1067, es la pertinente para salvaguardar sus intereses. Basta repasar la contundencia del art. 1 de la citada Ley, la cual dice que “[l]a acción contencioso administrativo en el Artículo 148° de la Constitución Política tiene por finalidad el control jurídico por el Poder Judicial de las actuaciones de la administración pública sujetas al derecho administrativo y efectiva tutela de los derechos e intereses de los administrados” (Ley N° 27584, modificado por el D. Leg. N° 1067). El derecho penal y sus operadores del trato justo -Policía Nacional del Perú y el Ministerio Público- deben rechazar esta vía de represión. Los actos administrativos, deben de respetar y preferir el principio jurídico de supremacía de la Constitución, pues, como es evidente, también alcanza a la Administración pública. Esta, al igual que los poderes del Estado y los órganos constitucionales, se encuentra adherida a la Constitución Política del Perú, cuyo principio de legalidad se conforma desde la perspectiva del artículo 51° de la Carta Suprema. Se trata de un control jurídico insoslayable.

Poco después de avanzar en el asunto de los actos de agotamiento de la vía previa al derecho penal, es comprensible que se manifieste la garantía a la cosa decidida, cuyo respaldo nos remite de nuevo al sector constitucional (Constitución Política del Perú, ordinal 14 y 2 del art. 139°), que consagra la inderogable proscripción de Indefensión y cosa juzgada como ínsitas garantías del derecho a la tutela jurisdiccional y el debido proceso en la Carta Fundamental.

Nuestro legislador prevé múltiples tópicos para responder a la problemática planteada, pero no debe intuirse que establece un oscuro sendero, sino muy

por el contrario introduce ideas y principios -como el analizado- para no sucumbir ante un influjo arbitrario del derecho. En tal medida, la cosa decidida constituye una manifestación sui generis de la garantía constitucional de la cosa juzgada que, a diferencia de esta última, se caracteriza por configurar sus efectos en una etapa prejurisdiccional –o jurisdiccional en sentido no estricto- como viene a ser la etapa de investigación preliminar a cargo del Ministerio Público o administrativa. Se trata, pues, de un derecho fundamental que establece la inamovilidad de las resoluciones u actos administrativos, es decir, que transforma actos archivados en incuestionables desde el punto de vista jurídico.

B. FUNDAMENTOS DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL DERECHO PENAL

En otro lugar de la presente investigación, se ha indicado con claridad que, en sede penal la figura del *insider trading* no tendría dominio sino hasta mediado de la década de los noventa. Específicamente, el ímpetu fijado en la “Novena Disposición Final del Decreto Legislativo N° 861, incorporó el delito de uso indebido de información privilegiada y sus formas agravadas al Código Penal. La pena proporcionada a este delito significó un avance frente a la legislación de media década anterior” (Lértora, 2016, p. 1). Ahí está la ficción penal sobre el delito de iniciados, mejor conocido como *insider trading*.

El Artículo 251-A° del Código Penal del Perú, dispone que su finalidad central es criminalizar una conducta consistente en usar –en forma directa o a través de terceros- información privilegiada, siempre que dicha utilización reporte algún beneficio –también entendido como evitación de un perjuicio- de carácter económico para el iniciado, esto es, para los sujetos con vinculación societaria o profesional con el emisor (iniciados primarios), así como el círculo de agentes indirectos (iniciados secundarios).

Debemos enfatizar que “en estos términos, dicha conducta punible pareciera restringirse a la posición de garante del sujeto activo, lo que nos pone ante la problemática respecto a si estamos frente un delito de infracción de deber (*Pflichtdelikt*), ante un delito especial, o delito especial de dominio, como venimos sosteniendo” (Lértora, 2016, p. 1). Sin duda, definir el bien jurídico penal protegido constituye una labor primordial, así como establecer parámetros seguros respecto al objeto material de este, que podríamos denominar al referirnos a la información que debe pertenecer o no al núcleo típico del *insider trading*.

La gravedad de este delito, sin embargo, tomando en cuenta las referencias añadidas en el acápite precedente, nos aclara que su protección no se da abasto en la mismidad del artículo 251-A° del Código sustantivo, sino que está en la obligación sustantiva de remitirse al vigente Decreto Legislativo N° 861, publicado el 22 de octubre de 1996 o Texto Único Ordenador, sino que, estando ante una ley penal en blanco o remisiva, debemos efectuar una perspectiva de mayor calado, la cual se obtiene al revisar la normativa específica (Resolución SMV N° 05-2012-SMV/01 del 05 de marzo del 2012, acuñado como el “Reglamento contra el Abuso de Mercado – Normas sobre uso indebido de Información Privilegiada y Manipulación de Mercado”, y sus modificatorias).

Como hemos referido recientemente, el derecho penal no cuida ni entrega protección a las personas que ejercen sus libertades de manera ilegítima, que actúan en contravención a los principios y las vías previas a su tutela punitiva. Contrariamente a este razonamiento se violentan garantías fundamentales desde distintos niveles, iniciando por las previstas dentro del Título IV, De la estructura del Estado, Capítulo VIII, según el art. 139° inc. 2 de la Constitución Política del Perú, pasando por las reguladas en el sector administrativo y por las reconocidas por el Código Procesal Penal, cuya afectación cobran mayor intensidad. Por ello, la tarea de esta investigación busca asignar seguridad

jurídica para el reproche que ha decidido asumir nuestro derecho penal peruano.

Efectivamente, el art. 139° inc. 2 de la Norma Fundamental podría resultar lesionado ante la inobservancia de estas reglas. Este concepto recurre a la cosa juzgada para lograr desarrollarse, pues “[ninguna] autoridad puede dejar sin efecto resoluciones que han pasado en autoridad de cosa juzgada”. Por su parte, en visión de unidad Constitucional, el ordinal 13 del art. 139° de la Carta Fundamental prevé la prohibición de revivir procesos fenecidos con resolución ejecutoriada. Dicho principio conecta en el ámbito punitivo. En el art. III del Título Preliminar del Código Procesal Penal, nuestro legislador ha denominado “interdicción de la persecución penal múltiple”. Desde esta perspectiva objetiva, el citado artículo dispone y manda: “Nadie podrá ser procesado, ni sancionado más de una vez por un mismo hecho, siempre que se trate del mismo sujeto y fundamento”. Otro sector del ordenamiento del Perú recobra el valor del mencionado principio que niega el acceso al campo punitivo (Ley del Procedimiento Administrativo en el 248°, numeral 11), como la propia Norma Fundamental lo reconoce en el art. 139°, inc. 2.

Debido a la sistemática de nuestro ordenamiento penal, estamos obligados ya no a solo defender la prohibición del *non bis in ídem*, sino además la perspectiva de las eximentes de responsabilidad penal que prevé el Código Penal peruano. Especialmente el obrar por disposición de una Ley configura un eximente de responsabilidad en sede punitiva, conforme prevé el artículo 20°, ordinal 8 del referido instrumento sustantivo. Esta forma de pensar el Derecho penal, en tanto el art. 251°-A nos remite a textos extra-penales, nos traslada nuevamente hacia el terrero de la Ley del Mercado de Valores y su Reglamento, en cuyo artículo 12° refiere a la “transparencia de las operaciones” y pasa de un estado de prohibición a situaciones de permisión.

En efecto, se definen tres supuestos que carecen de entidad criminal para su represión, es decir, que ostentan una permisión legal, dentro del riesgo o lo socialmente permitido. El resultado nos sitúa “en las acciones liberadas, acciones que se suscriban en ejercicio del derecho de suscripción preferente establecido en la Ley General de Sociedades, así como los valores que provengan de la condición de usuario de un servicio público o hayan sido adquiridos para fines de desgravamen tributario”. Para que esta situación se logre diferenciar del campo penal o infractor administrativo, se estatuye que, en todo caso, “tales personas deberán abstenerse de participar en las juntas generales de accionistas de las sociedades en las que posean acciones y que se encuentren sometidas al control y supervisión de CONASEV, en referencia a la SMV”. De este modo, si el uso de información privilegiada se realiza en el aumento de capital por nuevos aportes, que es cuando los accionistas tienen derecho preferencial para suscribir, a prorrata de su participación accionaria, las acciones que se creen, la acción que conducen no está prohibida por el derecho penal y se persigue según su orden fundamental.

1.3. MARCO CONCEPTUAL

La misión del Derecho penal no se satisface sino a partir de la necesidad tomar un hecho social y ejercer sobre este un control definido, bajo un aspecto formal y material. El Derecho penal en el mercado de valores, atiende a la lesión concreta de los intereses de los agentes -como pueden ser las empresas, los particulares o el propio Estado- presentes en cualquier sistema económico cuando en un momento determinado están en la posibilidad de “precisar recursos financieros” (Joaquín, 2004, p. 56); que constituyen las llamadas unidades deficitarias de liquidez. Cubre, asimismo, aquellos agentes económicos que, contrariamente a los antes descritos, sí ostentan una capacidad de prestar sus excedentes de fondos a las unidades económicas que los requieran; “son las tipificadas, como es de entenderse, unidades excedentarias de liquidez” (Joaquín, 2004, p. 56).

Con relación a los alcances del concepto de *insider trading* dicho sintéticamente desde la visión dogmática, “consiste en negociar títulos accionarios con un desequilibrio ilegítimo de información” (Arata, 2012 p. 222), en tanto el respaldo legal es incuestionable. Continuando, sobre el particular, “el término *insider trading*, de origen anglosajón (o *insider dealing* según su denominación británica), no es inequívoco, pues su traducción no refleja con exactitud el sentido que actualmente se le brinda” (Vega, 2013, p. 6). Pero, además del marco legal, la doctrina se ha encargado de formar y dar vigor a su concepto, en efecto, “de la propia etimología de la expresión se deduce que pertenece a la estructura orgánica o funcional de una sociedad, es decir, se encuentra “dentro de” (*inside*) esta, se trata por tanto del denominado *internal insider* o *insider* societario (v.gr., miembros del consejo de administración, directores, accionistas, etc); mientras que actualmente la doctrina y la legislación de muchos países incluyen en tal concepto una categoría de sujetos ajenos a la sociedad (*outsiders*), esto es, a personas que en sentido estricto no son *insiders*, pero que acceden a la información privilegiada por otras vías, v. gr., su actividad profesional (asesores fiscales, abogados, auditores, periodistas, etc.)” (Vega, 2013, p. 6). En ese orden de ideas, (Ruiz, 1997, p. 134) señala que “el famoso crack de la Bolsa de Nueva York marcó un punto de inflexión importante sobre las actuaciones radicales encaminadas a una regulación frente a los *insiders*”.

Aunque el Derecho penal requiere de una estructura conceptual propia para asirse de ellas y distinguir sus fronteras frente a otras ciencias sociales -bajo la perspectiva de su invariable carácter científico-, esto no impide que este conocimiento exigido pueda tener una referencia valorizada desde ámbitos ajenos a su inmanencia.

En este sentido, se ha creído conveniente emplear la siguiente tabla de términos que están contemplados en el Mercado de Valores, en donde se

funda principalmente en aspecto legal del uso de información y sus variaciones, pues desde ellos se explica simultáneamente un aspecto esencial de la presente investigación, que facilita su adecuado entendimiento, claridad en el vocabulario que prosigue en el proyecto evitando futuras confusiones, que se estructura así:

1. “Agentes de intermediación: Las sociedades agentes de bolsa y las sociedades intermediarias a que se refiere la Ley del Mercado de Valores”.
2. “Intermediación: Se considera intermediación en el mercado de valores mobiliarios la realización habitual, por cuenta ajena, de operaciones de compra, venta, colocación, distribución, corretaje, comisión o negociación de valores. Asimismo, se considera intermediación las adquisiciones de valores que se efectúen por cuenta propia de manera habitual con el fin de colocarlos ulteriormente en el público y percibir un diferencial en el precio”.
3. “BVL: Bolsa de Valores de Lima S.A”.
4. “Días: Los hábiles”.
5. “Emisor: La persona de derecho privado o de derecho público que emite valores mobiliarios vía oferta pública”.
6. “Grupo económico: El que resulte de la aplicación del Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos, aprobado por Resolución CONASEV N° 90-2005-EF/94.10 y sus normas modificatorias”.

7. “El Registro: es aquel en el cual se inscriben los valores, los programas de emisión de valores, los fondos mutuos, fondos de inversión y los participantes del mercado de valores que señalen la presente ley y los respectivos reglamentos, con la finalidad de poner a disposición del público la información necesaria para la toma de decisiones de los inversionistas y lograr la transparencia en el mercado”.
8. “Inversionistas institucionales: Los mencionados en la Séptima Disposición Final del Reglamento de Oferta Pública Primaria aprobado por Resolución CONASEV N° 141-98 EF/94.10 y sus normas modificatorias”.
9. “Ley del Mercado de Valores: la aprobada mediante Decreto Legislativo N° 861, sus modificatorias y Reglamento”.
10. “LPAG: Ley del Procedimiento Administrativo General, Ley N° 27444 y sus normas modificatorias. Especialmente, se toman en cuenta aprobada mediante Decreto Supremo N° 004-2019-JUS, publicado con fecha 25 de enero del 2019 en el Diario Oficial El Peruano, que, entre otros puntos, regula el inicio de un procedimiento administrativo sancionador y los principios que lo regulan”.
11. “Ley de Sociedades: Ley General de Sociedades, aprobada por Ley N° 26887 y sus modificatorias”.
12. “Recomendar: Para efectos de lo establecido en el artículo 43º, se entenderá por recomendar la acción de aconsejar, basándose en información privilegiada, a otra persona para que ésta realice operaciones con valores o haga que un tercero las realice”.

13. “Revelar: Para efectos de lo establecido en el artículo 43º de la Ley del Mercado de Valores, se entenderá por revelar la acción de dar a conocer o poner a disposición la información privilegiada, mediante cualquier medio, a menos que se haga en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o funciones”.
14. “Rueda: Rueda de Bolsa de la Bolsa de Valores de Lima”.
15. “Sociedades Administradoras: Las sociedades administradoras de fondos, sociedades administradoras de fondos mutuos y las sociedades administradoras de fondos de inversión”.
16. “SMV: Superintendencia del Mercado de Valores. La nombrada institución está facultada para, ciñéndose a las normas del derecho común y a los principios generales del derecho, interpretar administrativamente los alcances de las disposiciones legales relativas a las materias que en esta ley se aborda. Lo está asimismo para dictar los reglamentos correspondientes”.
17. “Derecho Penal: En alusión al Código Penal y al Código Procesal Penal, que fijan los presupuestos para la relevancia típica, antijurídica y culpable de la acción penal”.
18. “Valores: Los valores mobiliarios. Son valores mobiliarios aquellos emitidos en forma masiva y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor”.

CAPÍTULO II: PLATEAMIENTO DEL PROBLEMA

2.1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

Frente a las acepciones que surgen en torno a la definición de la información privilegiada, resulta pertinente, en lo preliminar, brindar alcances de las dificultades que surgen respecto a la tipificación del uso indebido en el sistema penal, a efectos de marcar las fronteras típicas de persecución frente al derecho administrativo, en especial el administrativo sancionador. Importa, pues, delimitar los márgenes propios de la idoneidad de las conductas que integran los cauces normativos del tipo objetivo.

En efecto, las operaciones indebidas con información privilegiada bursátil, también denominadas *insider trading* u operaciones de iniciados, son presupuesto originario de una afectación importante para el correcto funcionamiento del mercado de valores, razón por la cual los ordenamientos jurídicos de muchos países de América, siguiendo la tradición del entorno europeo continental han establecido la prohibición del uso o suministro indebido de información privilegiada en el mercado de valores, no sólo en sus disposiciones administrativas, sino también en sus códigos penales durante la década del 90. De entrada, actualmente, su tipificación continúa el debate sobre las bases que hoy legitiman la expansión del derecho penal frente a principios de ineludible observancia que se encuentran en su aparente merced, tales como el principio de legalidad, determinación, taxatividad, insignificancia y proscripción de responsabilidad objetiva.

Dicho enfrentamiento se encuentra allende a cuestiones de nuestra legislación interna, y, antes bien, obedecen a razones de armonización o integración universal del derecho penal.

En este sentido, la legislación penal peruana describe la conducta típica del *insider trading* en el Art. 251°-A; sin embargo, la compleja estructura típica del delito de iniciados fomenta interesantes problemas de interpretación al momento de aplicar la norma punitiva, de allí la importancia del presente tema de investigación, por cuanto, a partir de la determinación dogmática de la tipicidad del delito del uso indebido de información privilegiada, será posible escalar hacia los ámbitos de responsabilidad que el tipo prevé, y, en por consiguiente, comenzar a generar una línea jurisprudencial que oriente su vigencia.

Concretamente, nuestro trabajo está dirigido a formular un sistema dogmático, que se retroalimenta de apuntes de criminología crítica y política criminal, en el cual las escuelas del finalismo y funcionalismo penal presentan una simbiosis imprescindible.

El objetivo del tema propuesto busca superar las inconsistencias intrasistemáticas que actualmente se advierten en el delito de iniciados. En la época posmoderna existe la necesidad de delimitar la misión y función del derecho penal, que constituye un punto de referencia a efectos de pretender realizar un trabajo orientado a sistematizar la interpretación normativa de un tipo en específico. Así, *v. gr.*, pese a que el *insider trading* es un auténtico delito económico, cuya tipificación está orientada a la protección de un bien jurídico de naturaleza colectiva, la descripción típica exige la obtención de un beneficio o la causación de un perjuicio determinante, lo que ha sido invocado por un importante sector de la doctrina para destacar el contenido patrimonial individual del delito de iniciados.

Sin embargo, el panorama descrito, no reparado en cuestionarse por la propia indeterminación que envuelve constantemente a la conceptualización del bien jurídico y el objeto material sobre el cual recae la cuota de tipicidad. Es a partir de la demarcación de su connotación que logra ser posible el desarrollo de

ámbitos de tipicidad objetiva y subjetiva, que por supuesto replica en todo el análisis típico del delito. Tanto la doctrina administrativa cuanto la penal nacional, salvo merecidas salvedades, se han dedicado infructuosamente a establecer los alcances conceptuales de la información privilegiada sin diferenciar ámbitos independientes con el civil o administrativo, y por tanto evadir incursionar en las problemáticas reales que genera su inobservancia, como lo es, por ejemplo, la superación del *ne bis in ídem*.

Existe un deber de reformular las bases respecto a lo que realmente el bien jurídico intenta proteger mediante esta prohibición y cuál es su naturaleza penal. Así mismo, la ausencia en el establecimiento de un límite cuantitativo de beneficio-perjuicio en el Art. 251°-A CP ha generado un intenso debate acerca de la naturaleza dogmática de dicho elemento y los efectos que tendrían incidencia en los fines de la pena, que incluyen sin duda los siguientes cuestionamientos: prevención general y especial. Aquí se presentan complejos problemas de interpretación en la aplicación de las conductas típicas, en materia de autoría y participación, momento de la consumación, la concurrencia con otras figuras delictivas como la estafa o la existencia de duplicidad sancionadora, penal y administrativa que ya se ha puesto en advertencia.

Todas estas cuestiones son analizadas y valoradas a lo largo de esta investigación, mediante la exposición sistemática de los distintos elementos que conforman esta compleja figura delictiva.

2.1.1. PROBLEMA PRINCIPAL

¿Es posible delimitar la tipicidad del uso típico en el delito de uso indebido de información privilegiada en el Perú? La respuesta es afirmativa, cuyo perfil de afirmación sienta su razonamiento a partir de las teorías dogmáticas del finalismo y el funcionalismo penal. Su planteamiento está orientado a resolver

la actual impunidad que se ha producido en su persecución por parte de la Administración de Justicia Penal.

Se busca, entonces, superar la escueta, insuficiente y errónea tipificación, que deja de lado las bases que ha venido desarrollando la criminología, dogmática, política criminal europea y nacional. El análisis toma como puntos de referencia el ordenamiento peruano y el español.

2.1.1.1. PROBLEMAS ESPECÍFICOS

- a) ¿En qué medida repercute negativamente la actual naturaleza típica del delito de uso indebido de información privilegiada como delito de infracción de deber, dominio del hecho o especial?

- b) ¿De qué manera perjudica no identificar el bien jurídico protegido en el uso indebido de información privilegiada, tomando en cuenta la legislación, dogmática y jurisprudencia tanto del Perú como aquella que se maneja en España?

- c) ¿En qué medida las directivas de la Comunidad Europea delimitan el objeto material del uso indebido de información privilegiada, relevante o secreta frente al que se maneja en sede administrativa y civil y cuáles son sus implicancias en el ámbito de persecución del Perú?

2.2. JUSTIFICACIÓN DEL PROBLEMA

La comprensión de conocimientos básicos respecto al uso indebido de información privilegiada, así como las teorías dogmático penales referidas a la autoría y participación con relación al citado tipo penal, permitirá delimitar el rumbo interpretativo del tipo penal.

Este objetivo se caracteriza por repasar el análisis y crítica de los antecedentes de sanción en sede administrativa sancionadora en el Perú sobre del uso indebido de información privilegiada, para luego establecer el ámbito estrictamente penal.

Ciertamente, el tema de investigación pretende estudiar los presupuestos normativos que configuran el delito del uso indebido de información privilegiada o también llamado *insider trading*, partiendo, en un primer momento, de los alcances que brinda la regulación administrativa del Mercado de Valores en el Perú, a raíz de la promulgación y entrada en vigencia de la Ley del Mercado de Valores, cuya influencia está marcadamente relacionada a la normatividad de la Comunidad Europea, y en un segundo momento, de la tipificación a nivel penal en virtud de planteamiento rodeados de criminología crítica, política criminal y la dogmática. Por ello, se realiza un breve aproximamiento a las funciones, finalidades e importancia de la Superintendencia del Mercado de Valores y su jurisprudencia a nivel administrativo a efectos de anotar los ámbitos de protección del tipo. Debemos de advertir que el estudio toma como única cuota referencial la regulación del citado delito en el ordenamiento punitivo español.

De otro lado, en lo referido a la persecución del uso indebido de información privilegiada en sede penal, se analizan las posturas doctrinales que posicionan el uso indebido de información privilegiada como un delito especial impropio, de dominio e infracción de deber, por lo que se reflexiona respecto a la calidad o condición que ostenta el autor o partícipe en el referido tipo penal para así superar las problemáticas existentes en torno a su tipificación penal.

CAPITULO III: HIPÓTESIS Y VARIABLES

El presente capítulo dispone de puntos menos desarrollados, que sin embargo apuntan directamente al objetivo de nuestra investigación, en ellos de uno u otro modo se incorporan aspectos de criminología crítica y política criminal para lograr establecer un cierto dominio diferenciador en la sanción de este delito en la sola formulación de interrogantes, pues esa es la posición que nos toca. Ubicamos, pues de una forma correcta de administrar la información el precepto penal que criminaliza las prácticas *insider trading* bajo las siguientes hipótesis y objetivos:

3.1. HIPÓTESIS GENERAL

Limitar la tipicidad del uso típico en el delito de uso indebido de información privilegiada en el Perú. La hipótesis propuesta se caracteriza por acceder a la actual situación de impunidad que se ha producido en su persecución por parte de la Administración de Justicia Penal. Se busca, entonces, superar la escueta, insuficiente y errónea tipificación, que deja de lado las bases que ha venido desarrollando la criminología, dogmática, política criminal europea y nacional, especialmente a través de las teorías dogmáticas del finalismo y el funcionalismo penal. El análisis toma como puntos de referencia el ordenamiento peruano y el español.

3.2. HIPÓTESIS ESPECÍFICAS

- a) Si la actual naturaleza típica del delito de uso indebido de información privilegiada como es catalogado como delito de infracción de deber, bajo la teoría de la acción causal final, influirá positivamente en su persecución penal.
- b) Si la determinación del bien jurídico protegido de uso indebido de información privilegiada previsto en el art. 251-A del Código Penal tomando

en cuenta la legislación, dogmática y jurisprudencia tanto del Perú como aquella que se maneja en España, repercutirá positivamente en su persecución penal, para evitar archivos fundados en el *non bis in idem* y cosa decidida.

c) Identificar si las directivas de la Comunidad Europea delimitan el objeto material en el uso indebido de información privilegiada entonces repercuten favorablemente en el Derecho penal del Perú.

3.3. OBJETIVO GENERAL

Determinar si la legiferancia empleada para tipificar el uso indebido de información privilegiada logra alcanzar el fin protector que proscribire la *acción apoderativa* en el Mercado de Valores.

Consecuentemente, la insatisfacción en su ejecución hace indisponible la necesidad de reformular el delito de *insider trading* en atención a los avances que ofrece la criminología crítica, política criminal y dogmática penal, esto con el fin de lograr advertir las importantes tensiones que generan los grupos de poder al momento de emplear indebidamente el uso indebido de información privilegiada.

En tal sentido, a partir de tal extremo se logrará postular las verdaderas implicancias de una política criminal, sea por cuestiones de prevención general y prevención especial.

La dogmática que se genere permitirá establecer interpretaciones normativas que surgen sobre la naturaleza del delito de *insider trading*, y, por tanto, delimitar si estamos ante un delito de infracción del deber, de dominio, especial o mixto, por lo que a partir de ello será posible demarcar los límites con el derecho administrativo sancionador y si su actual tipificación constituye

un método eficaz para su persecución por parte de los Administradores de justicia y su correspondencia por los principios inherentes que encaminan las bases fundantes del derecho penal, claramente ejemplificado a raíz del principio de legalidad y la determinación.

3.4. OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- a) Identificar si la actual naturaleza típica del delito de uso indebido de información privilegiada lo hace formar parte de un delito de infracción de deber, del dominio del hecho o especial.
- b) Identificar el bien jurídico protegido en el uso indebido de información privilegiada, tomando en cuenta la legislación, dogmática y jurisprudencia tanto del Perú como aquella que se maneja en España.
- c) Identificar el objeto material del del delito de *insider trading* en el Derecho penal del Perú previsto en el art. 251-A del Código Penal independientemente del término “uso” de información privilegiada, relevante o secreta que se maneja en sede administrativa y civil, tomando en consideración las directivas de la Comunidad Europea.

3.5. VARIABLES

El autor pretende estudiar los presupuestos legales para la configuración del delito del uso indebido de información privilegiada o también llamado *insider trading*, partiendo, en un primer momento, de las bases de criminología crítica y política criminal moderna, para luego repasar los alcances que brinda la regulación administrativa del Mercado de Valores en el Perú, a raíz de la promulgación y entrada en vigencia de la Ley del Mercado de Valores influenciada por la normatividad de la Comunidad Europea, y en un segundo momento, de las bases dogmáticas empleadas para la tipificación a nivel

penal y así determinar su naturaleza y autoría jurídico-delictiva, bien jurídico protegido y objeto material de la comisión de delito.

Por ello, se realiza un breve aproximamiento a las funciones, finalidades e importancia de la Superintendencia del Mercado de Valores, de allí surgen los posibles impedimentos en torno a la presente investigación, es decir: (i) Imposibilidad de recaudo en las resoluciones emitidas en sede administrativa respecto al uso indebido de información privilegiada (ii) Imposibilidad de acceso a las sentencias emitidas por parte de la justicia penal (iii) Variación o inconsistencia en la fundamentación de la tesis esbozada.

Finalmente, en lo referido a la persecución del uso indebido de información privilegiada en sede penal, a diferencia de una doctrina autorizada en el Perú y extranjera, que define al uso indebido de información privilegiada como un delito especial impropio o de dominio, el autor considera que *insider trading* constituye un delito de infracción de deber, bajo la teoría de la acción causal final, y que la *acción apoderativa* es la que se impide a través del tipo.

CAPITULO IV: METODOLOGÍA

4.1. METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN

La presente investigación corresponde a uno propio de las ciencias jurídicas, esto es de tipo Dogmático – Teórica. Es Descriptiva y No Experimental, debido a que carecerá de manipulación intencional de la variable independiente, además no poseerá grupo de control ni experimental; su finalidad será estudiar el hecho jurídico identificado en el problema después de su ocurrencia, valiéndose, en un segundo momento de las resoluciones emitidas de 1996 a 2019, por parte de la Superintendencia del Mercado de Valores.

Ello queda claro con la tipificación del *insider trading* a nivel nacional pues pese a que el mercado de valores es un espacio altamente sensible, de difícil aprehensión para los toscos guantes del Derecho penal (Reaño, 2002, p. 153), la Novena Disposición Final del Decreto Legislativo N° 861, incorporó el delito de uso indebido de información privilegiada y sus formas agravadas.

El delito de iniciados, mejor conocido como *insider trading* (Vega, 2013, p. 30), contenido en el Artículo 251-A del Código Penal, criminaliza una conducta consistente en usar –en forma directa o a través de terceros- información privilegiada, siempre que dicha utilización reporte algún beneficio –también entendido como evitación de un perjuicio- de carácter económico para el iniciado, esto es, para los sujetos con vinculación societaria o profesional con el emisor (iniciados primarios).

Tal conducta punible, que pareciera restringirse a la posición de garante del sujeto activo, da pie a una problemática respecto a si estamos frente un delito de *infracción de deber (Pflichtdelikt)*, ante un *delito especial*, o *delito especial de dominio*.

4.2. POBLACIÓN Y MUESTRA

En ese sentido, la población abarcará los pronunciamientos emitidos por parte de la SMV, desde el año 1996 a 2019, no mayor a veinte (20), así como la jurisprudencia emitida por la Corte Suprema de Justicia de Lima, que es inexistente, sin perjuicio de aquellas otras de carácter internacional.

Por ello, el presente proyecto busca realizar una comprensión clara de la teoría de autoría y participación en el delito citado, a partir de conocimientos previos ya adquiridos las distintas fuentes de investigación, así como en el objeto de análisis del presente trabajo por tanto no se generaría un nuevo conocimiento.

El diseño que se empleara es de carácter fenomenológico y de estudio de los hechos, esto para generar un buen servicio realizando la descripción de la problemática y como los operadores de justicia, el Derecho penal, el propio Mercado de Valores y la ciudadanía en general se ve afectada por la impunidad respecto al *insider trading*.

4.3. MEDIOS DE RECOLECCIÓN DE INFORMACIÓN

El presente proyecto ha sido realizado mediante la recolección de, entre otras fuentes, (i) tesis de grado, (ii) revistas virtuales y físicas, (iii) entrevistas, (iv) artículos, (v) libros etc.

Debemos de mencionar que, como aspectos éticos, la siguiente investigación se declara cumple con los requisitos requeridos para su elaboración, es decir que el presente trabajo es inédito y completamente original, sustentada y fundamentada en las opiniones, investigaciones, estudios, tesis y demás fuentes informativas presentadas por autores, los cuales en todo momento

han sido citados debida y adecuadamente y, en sus veces parafraseados a tenor de sus líneas argumentativas.

Dicho contenido ha sido registrado empleando normas APA actualizadas al año 2016 y APA edición N° 5 para las fuentes bibliográficas y electrónicas.

Sin perjuicio de lo manifiesto, la interpretación realizada respecto a las fuentes de información recolectadas se ha pretendido sea lo más regido posible a sus fuentes originales con la finalidad de no distorsionar sus postulados.

En el sentido de lo anterior, se considera que el trabajo de citación ha sido adecuado y regulado de manera correcta tanto por el autor como por el docente encargado de la supervisión de dichos procesos, no obstante, en caso de haber algún error o discrepancia en el proceso de citas, se busca dejar en claro que ello ha sido completamente no intencional y que en ninguna circunstancia este trabajo pretende apropiarse de los estudios de ningún teórico, estudioso, etc.

CAPITULO V: RESULTADOS

5.1. RESULTADOS

En el planteamiento de los objetivos del presente apartado, mostramos más de cerca el análisis normativo de la estructura del Mercado de Valores y su atribuida dinámica socioeconómica a nivel global. Sin duda, el invitado especial es la regulación del delito de *insider trading* y la interpretación que desde la dogmática es posible elaborar en su configuración como ilícito penal.

No obstante, también decidimos marcar la diferencia respecto de otras investigaciones que abandonan apuntes aproximativos de la Criminología Crítica y Política Criminal. Desde nuestra perspectiva racional del derecho, dicha sección viene a ser un puente de tránsito necesario para lograr explicar el control social que el Derecho Penal Económico, accesorio al Derecho Penal, ejerce sobre las estructuras sociales y el desenvolvimiento dialéctico de poder entre ellas como hipótesis de trabajo inexorables para enfrentar las incertidumbres del tiempo y las presiones fácticas que desde varios ángulos realiza el estado sobre el individuo, la persona, al definir el hecho punible.

Siguiendo el paso de este trabajo, se plasman las convicciones que sobre la tipicidad del uso indebido de información privilegiada hemos logrado fundamentar, a veces partiendo de argumentos preexistentes, pero con soluciones sustancialmente autónomas; otras con una visión inédita, lo que seguro permitirá en lo posterior demostrar el rumbo hacia un sistema mejorado y real, una nueva teoría del delito y del injusto penal. El análisis de las formas del hecho punible marcha sobre los hombros del poder como consecuencia normativa del concepto de *acción apoderativa*.

Esto significará en su oportunidad una profunda reestructuración de las bases mismas del Derecho Penal.

5.1.1. APUNTES APROXIMATIVOS A LA CRIMINOLOGÍA CRÍTICA Y POLÍTICA CRIMINAL

En el Derecho Penal Económico, que es accesorio al Derecho Penal moderno, el bien jurídico protegido es el punto de unión de la Política Criminal y el Derecho Penal; es el límite y principal fundamento para el *ius puniendi*, en virtud del cual es posible identificar al círculo típico de agentes que conducen una acción reprochable que acontece penalmente. Ahora, “el sistema penal en un orden democrático ha de partir de un presupuesto básico: la dicotomía entre libertad y poder” (Bustos, 1997, p. 33). Y sin perjuicio de aceptar que el factor de intervención del Estado toma un rol preponderante, ello no da cabida a que deba imponerse como una disposición abierta a toda clase de injerencia en la economía, prescindiendo de un sustento material concreto o, desde otra visión, partiendo de abstrusas y abstractas conceptualizaciones; menos solo formales. Por el contrario, se trata de un papel estatal legalmente cerrado y poco hostil, orientado principalmente a superar las deficiencias que la inversión privada en el mercado liberal por sí misma está imposibilitada o en limitación funcional, sea cualitativa o cuantitativa, de resolver o remediar.

Es poco discutido asumir que, en el Derecho Penal, especialmente en el delito observado, el bien jurídico protegido enmarca sus fronteras de tutela en el orden socioeconómico como campo supraindividual en puesta en peligro, es decir una probable o cierta lesión colectiva. Sin embargo, esto merece iniciales reparos críticos de admisibilidad y de aspectos sustantivos. De tal manera, en base a la Criminología podemos analizar críticamente “los procesos de expresión de poder en todas sus formas de constatación de él, pero al mismo tiempo es una forma de establecer sus límites” (Bustos, 1997, p. 27). Se trata de acceder a la mismidad ínsita de las bases de los procesos de transformaciones sociales, cuya determinación como realidad queda sujeta a esferas de revisión continua y permanente de sus consecuencias concretas.

En efecto, cuando recurrimos al Código Penal del Perú, el orden objeto de protección no guarda relación inmediata con la afirmación anterior, porque se habla del sector “financiero y monetario” (Decreto Legislativo Nro. 635, 1991, Título X). Esto plantea un inconveniente sistemático. El problema es aún mayor cuando observamos que en la sección de los delitos contra el orden económico no encontramos figuras delictivas que estén relacionadas a un estrato tan especializado como lo viene a configurar el Mercado de Valores (Decreto Legislativo Nro. 635, 1991, Título IX). La revisión de estas disposiciones fue encomendada a los doctores Roberto Keil Rojas, Gonzalo de las Casas y Raúl Peña Cabrera, a quienes en parte debemos el diseño intrasistémico de dichos apartados. La advertencia formulada no es menor, y no lo es si consideramos el arduo debate que se produjo en el Código Penal español de la década del 80 y 90 para decidir incorporar un capítulo destinado a reprimir conductas que atenten contra el orden económico, solo por tomar un referente europeo, como lo pudo haber constituido Italia, Alemania, Bélgica, Inglaterra, Francia, Suiza u otros. En especial, como caso paradigmático tenemos a la doctrina española de su tiempo, que registró un notorio desacuerdo respecto a la ubicación conjunta de los delitos contra el patrimonio y el orden económico. Por ello, en dicha ocasión se llegaba a concluir que “el reproche al Proyecto del Código de 1992 español fue la falta de tratamiento adecuado a estos delitos” (González, 1995, p. 168), aunque en dicho instrumento se encuentre vigente bajo una sección llamada “mercado y consumidores” para atenuar el rechazo de la comunidad jurídica.

En lo que al Perú respecta, sancionamos su ubicación sistemática desde aproximaciones que impiden de entrada asumir este concepto como objeto de tutela, debido a que no vienen acompañados con “planteamientos criminológicos” que posibiliten dimensionarlo con esa magnitud (Hormazábal, 1995, p. 188) y arribar a un legítimo punto de encuentro con la dogmática. En esta sede, el control social formal estatal recurre a otras ciencias para cubrir los vacíos a los que irremediabilmente queda expuesto el Derecho Penal. La

complementariedad que ejerce sobre otras ramas de control formal no están exenta de límites, estos provienen del modelo “Social y Democrático de Derecho” (Urquiza, 2014, p. 143).

Del mismo modo, aunque nuestra carta fundamental garantice y promueva “el pluralismo económico y la economía social de mercado”, principios en consonancia con el interés social (Constitución, 1993, Título III), el ámbito económico resulta de mayor complejidad a la vaga delimitación que implica un previo y denominado “orden”, seguido del añadido económico. Así las cosas, mayor exactitud es la que brinda el llamado “régimen” y los múltiples principios que se proclaman dentro de este título de la Constitución, en tanto -como recuerda el profesor Rodríguez Mourullo- “el hombre parte desde la Constitución” (Tiedemann, 1995, p. 26), sin embargo, no debe creerse en su totalidad que el Derecho Penal y su autonomía acaban convirtiéndose en un programa atado rigurosamente a la Constitución, pues “la Constitución no agota el Derecho Penal, aunque sí lo ilustra” (Urquiza, 2002, p. 195).

Por tanto, la idea general de orden socioeconómico “no tiene capacidad de rendimiento desde el punto de vista garantista, ya que cualquier actividad podría ser calificada de delictiva (Bustos, 1991, p. 266)”. En definitiva, su concretización es lo que nos aboca en lo siguiente en el presente trabajo.

En realidad, conforme a la postura que asumimos, “el orden socioeconómico no es un bien jurídico, sino un concepto complejo que simplemente cumple una función sistemática y que está integrado por numerosos factores que es necesario individualizar para establecer en cada caso cuál es el bien jurídico macrosocial protegido” (Hormazábal, 1995, p. 196).

Esto es primordial y debe enfatizarse, porque sin un bien jurídico delimitado el valor del sistema punitivo carece de un “objeto y fuente de origen” (Bustos, 1997, p. 27) y sin este es imposible conocer una “determinada posición de

poder (de los poderosos) dentro del funcionamiento del sistema” (Bustos, 1991, p. 265). Lo que caracteriza y define concretamente al “fenómeno socioeconómico criminal es el abuso de la posición de poder” (Bustos, 1991, p. 266), es tanto redefine la intervención del Estado frente al individuo, pero no en sentido que proteja el orden socioeconómico, pues como contrapunto podría promoverse la protección jurídica penal del Estado Social y Democrático de Derecho. De cualquier modo, el Estado no deja de estar “al servicio de todos los ciudadanos” (Hormazábal, 1995, p. 196).

De manera que tenemos vedado rehusarnos examinar la frase que acuñaría en su oportunidad Klaus Tiedemann en 1976: “la delincuencia económica es un problema político” (Maroto, 1995, p. 151), para desligarnos de resolverlo y sus aspavientos. En realidad, hay puntos específicamente complejos de los tipos penales en los cuales la labor de la academia jurídica tiene que dedicarse a mantenerse dentro del margen de un Estado democrático y social.

Ahora bien, que la criminalidad económica constituya un asunto político, es un punto que nos permite incidir en profundizar su determinación en sede penal, con el fin de no quedar “atrapados en el horizonte ético-político metafísico” (Žižek, 2018, p. 74). No olvidemos que lo político, de entrada, constituye un elemento fundante del principio de legalidad y por tanto no es un elemento extraño para el Derecho Penal, en tanto está sometido a criterios de limitación (Urquiza, 2000, p. 110). Lo protagónico se sustenta en una composición entre “el hiato irreductible de la promesa mesiánica de la democracia por venir y el conjunto positivo de sus encarnaciones reales” (Žižek, 2018, p. 75), es decir, dar una figura concreta al Estado democrático de Derecho. Conforme a lo dicho, sin embargo, la promesa expuesta “no puede traducirse jamás en un conjunto de acciones económico-políticas determinadas” (Žižek, 2018, p. 75) y, por ello mismo, forma parte de un espacio propicio e indicado para lanzar un pensamiento profundo que nos aproxime hacia su núcleo esencial.

La aparente contradicción de lo político es superada al enfocar la problemática en los principios sociopolíticos vinculados al mercado de valores. Pero, básicamente, lo que ocurre es no omitir que, en el Derecho Penal Económico, aunque su clasificación de delitos tenga un carácter de puesta en peligro, está sometido al modelo de Estado que el Perú ha asumido, es decir, el Derecho Penal y, por tanto, el Derecho penal accesorio, están regulados al Estado Social y Democrático de Derecho (Constitución, 1993, art. 3, 43). Además, de no resultar esto suficiente dentro de un marco de «normalidad jurídica» sobre lo político, la cláusula de Derecho, entendida en dichos términos, se extiende al principio de proporcionalidad penal (Urquiza, 2002, p. 194).

En consecuencia, “no puede hablarse del orden socioeconómico, en abstracto, sino sólo en relación con una determinada estructura social que impondrá su propia racionalidad” (Hormazábal, 1995, p. 194). Importante es definir la fundamentación racional, conocer la naturaleza estructural por la que ha sido compuesta y le confiere su etiquetación de latente realidad.

Sobre el particular, deben considerarse ámbitos macro y microsociales, “el primero está en conexión con el funcionamiento del sistema y el segundo con las bases y condiciones de existencia del mismo” (Bustos, 1991, p. 266). Ambas se plantean en virtud de la sociología jurídica, que “tiene por objeto comportamientos (y, en niveles más elevados de abstracción, *estructuras* y leyes sociales que condicionan los comportamientos y hallan en éstos su expresión fenoménica)” (Baratta, 2002, p. 12). Si hay algo que ofrece el orden económico es, “en diverso grado a los individuos, especialmente con base a su pertenencia a los diversos estratos sociales, la posibilidad de acceder a las modalidades y a los medios legítimos” (Baratta, 2002, p. 60) en el Derecho.

Desde luego, a través de la criminología crítica se determina e identifica a «los sujetos» que se «adhieren decididamente al fin social dominante» y, respectivamente, «lo personifican», cuya desviación tiene ocurrencia “en

todas las sociedades de capitalismo avanzado” (Baratta, 2002, p. 101), siendo este análisis objetivo desarrollado conjuntamente a “metarreglas de las estructurales sociales” que orientan el significado de cualquier situación y acción (Baratta, 2002, p. 105).

Debido a “la naturaleza frustrante de nuestra existencia humana, el hecho de que nuestras vidas estén fuera de quicio, marcadas por un desequilibrio traumático, es lo que nos impulsa creatividad permanente” (Žižek, 2015, p. 112). De modo que habiendo impuesto una prohibición sobre el orden socioeconómico como bien jurídico tutelable debe sacarse del debate, pues “tras la prohibición, lo imposible se retira” (Žižek, 2015, p. 113).

En consecuencia, así es como la ilusoria ficción protectora sobre este cae, produciendo su irreparable ruptura del terreno penal. El razonamiento acierta en la medida que “los auténticos revolucionarios son siempre una reflexión de los conservadores” (Žižek, 2015, p. 121), en este caso: los principios sociopolíticos vinculados al mercado de valores. De lo contrario, quienes ocupan una posición de “marginados en el mercado” (Žižek, 2015, p. 832) son desplazados indeterminadamente a acceder a las relaciones de poder que se suscitan sobre el capital y la explotación que genera. Lo principal es *activar* el «poder democrático del pueblo» en sede mercantil, en estricto en la subestructura bursátil, con el objetivo de evitar “solo reconocer y reconocerse en un proyecto impuesto por los agentes políticos” (Žižek, 2015, p. 833).

En sede bursátil, como ocurrió en 1929-30, “cuando las relaciones de mercado global empezaban a ejercer toda su dominación” (Žižek, 2008, p. 107), los acontecimientos del 2011 refuerzan la labor de enfrentarse a esta. Al aire del *Occupy Wall Street*, “los manifestantes no están diciendo solo que preferirían no participar en la danza del capital y su circulación, también «preferirían no» realizar un voto crítico (por «nuestros» candidatos) ni implicarse en cualquier forma de «diálogo constructivo»” (Žižek, 2015, p. 840).

5.1.2. EL DELITO DE USO INDEBIDO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN LA NORMATIVIDAD INTERNACIONAL

En la región jurídica de América del Sur hallamos diversos planteamientos dirigidos a fundamentar la legitimidad de la intención estatal en el mercado de valores y reprimir el uso indebido de información privilegiada.

Un primer ejemplo lo ofrece la República de Colombia, cuyos legisladores han decidido prever como primer objetivo de protección “los derechos de los inversionistas” (Ley 964, 2005, art. 1). La Ley del Mercado de Valores Colombiana fija como objeto principal de protección, entre otros motivos primordiales, la necesidad de asegurar el resguardo del inversionista, a efectos de que el sistema de valores funcione, sancionando «el incumplimiento de normas sobre información privilegiada» (Ley 964, 2005, art. 50). Ahora bien, los inicios de la bolsa valores y la organización del mercado en Colombia se remontan al año de 1960. En efecto, es desde entonces (Decreto 2969, 1960, art. 1) que el texto jurídico define a la bolsa colombiana como aquellos “establecimientos mercantiles cuyos miembros se dedican a la negociación de toda clase de valores y demás bienes susceptibles de este género de comercio”. No es reciente, por osmosis, el “mantener el funcionamiento de un mercado bursátil debidamente organizado, que ofrezca a los inversionistas y negociantes de títulos valores y al público en general, condiciones suficientes de seguridad, honorabilidad y corrección” (Decreto 2969, 1960, art. 3) o de su “cotización efectiva”.

Era ya fundamental evitar y prohibir defraudaciones en la bolsa de Bogotá existente desde 1928, sin embargo, es a partir de la década del 90 que el concepto y protección del *insider trading* aparece en el texto americano (Ley 45, 1990, art. 75), con su respectiva reglamentación. Anteriormente se imponían sanciones pecuniarias administrativas, pero su regulación como delito tampoco existía en esa fecha (Ley 27, 1990, art. 75) -derogado además

tras quince años de vigencia-, situación que no ocurriría sino hasta mediados del año 2000 en el Código Penal de Colombia (Ley 599, 2000, art. 258) tanto directa e indirecta “*so pena de las sanciones de que trata la letra a) del artículo 6o de la Ley 27 de 1990. Incurrirán en la misma sanción las personas que hayan recibido información privilegiada en ejercicio de sus funciones o los intermediarios de valores*”, apareciendo catalogado por el legislador colombiano como un delito que “defrauda el patrimonio económico”.

Por otra parte, el sector bursátil de Chile tiene por finalidad principal “garantizar la transparencia del Mercado”, lo que no implica la exclusión de otros principios, pero sí acentúa la postura que sobre la tutela asume como objetivo. Su aparición normativa se remonta al año 1981 (Ley N° 18.405, Ley del Mercado de Valores, 1981, art. 4 bis). Es preciso indicar, que especialmente regula el concepto de los denominados de presencia bursátil, los que han sido regulados para dar “indicativas de la liquidez de los valores o de la profundidad de los mercados en que se negocien los valores en cuestión, a efectos de propiciar una correcta formación de precios”. Con ello se ofrecen por lo menos las garantías decisivas en favor de los participantes respecto al «precio de las transacciones efectuadas».

Desde la promulgación de esta ley se dispuso un apartado especial para sancionar el uso indebido la información privilegiada al ejecutar o revelar “por sí o por intermedio de otras personas, con objeto de obtener un beneficio pecuniario o evitar una pérdida, tanto para sí como para terceros, mediante cualquier tipo de operaciones o transacciones con valores de oferta pública”, (Ley N° 18.405, Ley del Mercado de Valores, 1981, art. 60). Después de su lectura, se advierte que existe una técnica legislativa que no se ha perdido totalmente en el Derecho Penal y que, por el contrario, se mantiene en tiempos contemporáneos. En tal sentido, resulta una tipificación temporalmente de mayor anterioridad al Código Penal peruano de 1991, y hasta español.

El legislador chileno asumió por conveniente que el art. 60 prescriba la imposición de una “pena”, en el uso indebido la información privilegiada, compartiendo la sanción administrativa y penal un mismo cuerpo normativo, lo que sin duda provocó cuestionamientos en sede de legalidad. En esta Ley se destina el TITULO XXI para desarrollar los alcances de la información privilegiada, a lo que se agrega la pena accesoria de inhabilitación especial de cinco a diez años (Ley N° 18.405, Ley del Mercado de Valores, 1981, art. 61 bis). Sin embargo, debemos de advertir que la plataforma más antigua financiero y bursátil de la República de Chile está relacionada a los estatutos de la Bolsa de Corredores de Santiago del año 1893 (Decreto Supremo N° 3.015, de 29 de diciembre de 1893), firmado por el entonces “Presidente de la República Don Jorge Montt y por el Ministro de Hacienda Don Alejandro Vial”, conforme se constata del mismo.

En el derecho de los Estados Unidos de Norte América se propende “un manejo seguro de información” (*Securities Exchange Act of 1934*). Se marca un posicionamiento importante tras diez años después de ocurrida la Primera Guerra Mundial y, por supuesto, respecto a la situación especulativa o “burbuja financiera” de los años de 1929-1930. Sobre la naturaleza jurídica de este asunto, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) respalda dicho fin legal, en la medida que en virtud de ella los inversionistas decidirán sobre sus decisiones bursátiles.

Como es posible advertirse, el antecedente legislativo de América del Sur es de mayor antigüedad a la Norteamericana, lo que supone contar con un referente adicional y fiable sobre el ilícito del uso indebido de información privilegiada. En la mayoría de ocasiones se encierra el valor bursátil de Estados Unidos de Norte América a los “felices años veinte” y, no siendo esto ya un yerro inaceptable, luego se pretende darle una envergadura sobredimensionada sobre la realidad Latinoamericana. No negamos aquí las nefastas consecuencias de lo ocurrido en la década del 30, pero esto no es

un hecho histórico con suficiente fundamento económico para borrar lo ocurrido con anterioridad en Italia, la Comunidades Unidas y Bélgica. Ahora bien, la depresión bursátil tuvo una nueva ocasión de repercutir en la economía norteamericana durante la década del 80 y con mayor proximidad en el 2007-2008. Estos periodos han sido catalogados en reiteradas veces, uno luego de otro, como “el peor momento”, “la depresión más grande”, y así respectiva y sucesivamente sin diferencias, que cuestionamos en sede penal.

Por otro lado, resalta el ordenamiento de España que, desde 1988, ha impuesto la infracción típica administrativa (Ley 24/1988, de 28 de julio del Mercado de Valores). Su represión administrativa, al momento de su dación, no estuvo acompañada de un reproche ilícito en el campo punitivo, y su regulación inicial no comprendía una irrestricta promoción al acceso a información bursátil. Por ello, a los “problemas allí apuntados, se han ido sumando los propios de una evolución dinámica [del] sistema financiero”, explica el legislador español, así como los de su propio entorno (Ley 24/1988, preámbulo). Entorno vinculado a otras especialidades del Derecho.

Destaca que “las Bolsa de Comercio estaban rigiéndose por el Reglamento General Interno del 31 de diciembre de 1885, así como por el Reglamento de la Bolsa de Madrid, aprobado en 1928” (Decreto 1506/1967, preámbulo). Ya en este tiempo las bolsas de Barcelona y Bilbao conservaban importancia para la fundamentación del campo jurídico penal.

El ordenamiento normativo español sobre el uso indebido de información privilegiada, ha ido transitando distintos textos con la finalidad de consolidar el marco de garantías mínimas para el ciudadano y atender a la realidad social económica a la que se enfrenta. Uno de estos casos tiene como fundamento que en “la progresiva conquista de niveles de bienestar más elevados no es concebible, en un marco jurídico de respeto a los derechos fundamentales, sin un paralelo avance en materia de libertad y de seguridad, pilares

indisolublemente unidos del concepto mismo de Estado de Derecho” (Real Decreto 1333/2005, preámbulo).

En efecto, se consignó como necesaria la adopción de un modelo penal -sin perjuicio del existente- que responda a los aspectos de la renovada criminalidad en el ámbito bursátil, es decir, responder a las tipologías que dan formas de mayor complejidad al contenido del *insider trading*. Una regulación previa fue adoptada por la legislación del país europeo. Respecto al delito comentado, en la técnica legislativa que progresivamente fue definida en España sobresale la graduación de la pena impuesta, básicamente establecido bajo el siguiente: “la pena de prisión pasa de seis a tres meses, con el fin de que la pena de privación de libertad de corta duración pueda cumplir su función de prevención general adecuada respecto a los delitos de escasa importancia” (Ley Orgánica 15/20 03, Exposición de Motivos). Se advierte de lo expuesto, que la modificatoria tuvo como apoyo central la drasticidad de una pena, sin embargo, con la finalidad de agravarla no se agregó el razonamiento paralelo sobre el principio de proporcionalidad penal, es decir se relegó el “factor de justicia material” (Urquiza, 2002, p. 200).

En el mundo en el que se desarrollaba la legislación de España, el delito estudiado no parece un asunto menos importante. Por ello, atraviesa distintos y progresivos puntos que alteran su contenido típico. Las fronteras político criminales han ido posicionándose continuamente en la estructura delictual del *insider trading*, ya no solo con relación a la drasticidad de la pena, sino además con relación a las modalidades en las que podría realizarse el tipo base. Luego, “en esta línea de evolución de la respuesta jurídico-penal hacia fórmulas más operativas y mejor adaptadas a las actuales necesidades y demandas sociales” (Ley Orgánica 5/10, preámbulo), así, la *ratio legis* de la exposición de motivos dota de una naturaleza concreta al *insider trading*.

Po ello, se aprecia bajo la siguiente variante donde se decidió darle un único

apartado -numeral tercero- al uso indebido de información privilegiada en el art. 284° del Código Penal español: “Utilizando información privilegiada, realizaren transacciones o dieren órdenes de operación susceptibles de proporcionar indicios engañosos sobre la oferta, la demanda o el precio de valores o instrumentos financieros” o, en el mismo texto, “se aseguraren utilizando la misma información, por sí o en concierto con otros, una posición dominante en el mercado de dichos valores o instrumentos con la finalidad de fijar sus precios en niveles anormales o artificiales” (Ley Orgánica 5/10, p. 40).

Paralelamente, mientras que el Derecho Penal iba definiendo los alcances del uso indebido de información privilegiada, el Estado español aplicó los mismos correctivos para el ordenamiento administrativo. Se coloca en el centro de atención la normatividad del mercado de valores peninsular, que hasta dicha fecha no había sufrido modificatorias relevantes.

Ahora, esa legiferancia que recae en la Ley del Mercado de Valores de España tiene consistencia en, por un lado, la siempre presente “crisis” financiera y económica, pero principalmente “haciendo de ella un mejor instrumento tanto para el uso del regulador como de los actores que intervienen cada día en el tráfico mercantil” (Real Decreto Legislativo 4/2015, preámbulo) en atención a la tendencia unificación normativa europea.

En ese sentido, la norma dispone de una redacción más nítida e inequívoca, por ejemplo, en cuanto a la publicidad y transparencia que el Estado español respeta y promueve sobre el asunto, así cuando mantiene: “Un registro de información privilegiada relativa a emisores de instrumentos financieros que hayan sido admitidos a negociación en mercados regulados o para los que se haya solicitado la admisión a un mercado regulado” (Real Decreto Legislativo 4/2015, art. 238°). El punto clave está orientado, como se observa, el reforzar la protección del interviniente en el tráfico mercantil.

Que las frecuentes modificatorias de un texto legal traen consigo una dosis de inseguridad jurídica, es sin duda cierto, pero a su vez implica que su existencia deba revisarse, es decir, no puede soslayarse del estudio penal, aunque su incorporación no venga acompañada de una fundamentación racional. De nuevo, en cuanto tal, la dogmática se encarga de esto. Un hecho ejemplar se compone por la justificación para no comunicar al Estado oportunamente información privilegiada, siempre en base a una causa sostenida en la normatividad de naturaleza administrativa (Real Decreto Ley 19/2018, art. 229). Se trata de una medida urgente adoptada en sector bursátil.

Ya en esta sede, el referido artículo no nace como un precepto original de la legislación española, antes bien, está sujeta a previas directivas que pertenecen al Parlamento Europeo (Reglamento (UE) Nro. 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, artículo 17.4). La decisión de no incluir un reproche administrativo y penal tiene una fuente europea. En ese sentido, retrasar la difusión de información privilegiada integra un riesgo permitido y no perseguido. Así mismo, la justificación de dicha conducta será válida en la medida que el obligado lleve a cabo la preceptiva comunicación del mismo a la autoridad española competente.

Como se ha visto, la tendencia de regulación del *insider trading* en el Derecho Penal de España ha estado infundida por las directrices de la Comunidad Europea. En su mayoría de Leyes y Decretos se manifiesta un antecedente de esa característica. De allí que dediquemos un especial apartado independiente en lo posterior para identificar su importancia.

Llegados a este punto, conforme al acápite que nos antecede, surge la última y actual regulación del uso indebido de información privilegiada. Ciertamente, el artículo 284° y 285° en su evolución han ido definiendo su estructura de modo que adquiera una forma autónoma y diferenciada de los otros ilícitos. Esto ocurre en el tramo final del ordenamiento español, resumidamente,

porque el legislador ha llegado a optar por la “transposición” de directivas europeas, lo que coloquialmente podría decirse -para que se comprenda- como un tomar un objeto de un lugar y ponerlo en otro sin alterarlo o cuestionarlo.

La transposición es evidente y reserva como fundamento esencial que tiene como finalidad: “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.” (Ley Orgánica 1/2019, Preámbulo). Asimismo: “exige la consideración como infracciones penales de los actos de incitación, complicidad y tentativa de las indicadas operaciones, e igualmente la responsabilidad de las personas jurídicas en relación con la comisión de tales hechos delictivos” (Ley Orgánica 1/2019, Preámbulo).

Hemos visto en el desarrollo de este capítulo que el Derecho Penal español se encuentra en permanente revisión de sus enunciados en atención a lo dispuesto por la Unión Europea. Básicamente, la Ley Orgánica 1/2019 detalla de modo extenso esta consecuencia. Y, por nuestra parte, nos encontramos imposibilitados de no presentar las razones correspondientes al uso indebido de información privilegiada.

Esta Ley precisa que con su dación se pretende comprender la totalidad de nuevas modalidades comisivas del ilícito bursátil, pero comprender en un sentido de legalidad penal, es decir, de reconocimiento expreso, taxativo, escrito, previo y determinado.

Por tanto, España y la Unión Europea comparten una característica con relación a las sucesivas reformas legales: el principio de legalidad es incuestionable, con lo cual se refuerza el mantenimiento del modelo estatal dominante, como lo viene a constituir el Estado Social y Democrático de Derecho.

Esta Ley extrae su significado normativo de forma nuclear de la Directiva 2014/57/UE. Con esta se define indefectiblemente que el *insider trading* y su “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.” (Ley Orgánica 1/2019, Preámbulo). Esa decisión político criminal sobre el bien jurídico penal guarda estrecha relación con nuestra tesis.

Ahora bien, con facilidad podemos advertir que el uso indebido o ilícito de información privilegiada, también entendida en el marco de la información relevante en el Mercado de Valores para el Derecho penal español, tiene un punto de vinculación con los artículos 284°, 285° y 286° del Código Penal de España. Es decir, parece desarrollarse en dos tipos penales independientes.

Sobre el particular, si bien su criminalización se contiene en el artículo 285° y 286° del Código Penal español, la denominación de información privilegiada también admite como antecedente el art. 284° y el 442° del mismo cuerpo legal, aunque, los citados artículos no se presentan como una acción ilícita que se da en el campo del Mercado de Valores.

Básicamente, el actual artículo 284° ha sido diseñado para regular casos de alteración de precios por ello se ha desligado de emplear el concepto de información privilegiada, pero no por ello puede decirse en estricto que no guardan ningún alcance con el sector de la Bolsa de Valores y, por tanto, que tampoco se vinculan con el Mercado de Valores. En realidad, la idea de “instrumentos financieros” y “materias primas”, así como “bolsas de productos” tienen un punto de conexión con el mercado de productos y ciertos segmentos del Mercados de Valores. Mientras, el 442° se avoca de supuestos relacionados a funcionarios públicos en el ejercicio del cargo dentro de la Administración Pública. Estos tipos suponen una nota diferencial respecto a lo previsto por el Código Penal del Perú, que solamente dedica atención en

un solo artículo, específicamente el artículo 251°-A. De modo que no se encuentran esas referencias.

Por otra parte, el legislador español sostiene en su reforma: “Se tipifican nuevas formas de comisión del hecho delictivo; se especifican los supuestos en que legalmente se entiende que una persona tiene acceso reservado a la información privilegiada” (Ley Orgánica 1/2019, Preámbulo).

Así, se ha puesto en relieve una agravante comisiva para un determinado círculo de autores, quienes anteriormente eran definidos sola a través de la dogmática. Es un caso ejemplar y especialmente relevante por cómo la dogmática trasciende de su plano teórico al campo de lo pragmático.

Además, con la reciente modificatoria se impone una incorporación de tres disposiciones penales al Código Penal español. De allí que el foco de atención abarque ya no solo a la persona natural, sino también jurídica, y se utilice: “el artículo 285 bis para tipificar la comunicación ilícita de información privilegiada cuando ponga en peligro la integridad del mercado o la confianza de los inversores” (Ley Orgánica 1/2019, Preámbulo). Luego: “el artículo 285 ter para remitir, con pleno respeto del principio de legalidad, los contenidos conceptuales (instrumentos financieros, contratos, conductas, operaciones y órdenes previstos) a la normativa europea y española en materia de mercado e instrumentos financieros” (Ley Orgánica 1/2019, Preámbulo). Finalmente, conforme hemos indicado: “el artículo 285 quater para establecer de manera expresa la punición de los actos de proposición, conspiración y provocación a los tres delitos mencionados” (Ley Orgánica 1/2019, Preámbulo).

Este apartado que podría denominarse “la transposición legiferante de la Unión Europea sobre el Mercado de Valores en España” aunque aparece determinada en un refundido texto del año 2019, no puede negarse que ha sido producto de numerosas adiciones y cambios que sobresalen en su forma

y contenido. Principalmente porque era poco discutido que en el uso indebido de información privilegiada la acción quedaba centrada en el objeto material, no obstante, bajo la nueva redacción se suprimió su existencia; se puso en su lugar la utilización.

El objeto material de un tipo penal no debe estar descuidado de estudio normativo, pues también sirve para definir el verbo rector del ilícito, y ciertamente es una variación que agrega una problemática adicional a la preexistentes. No hay que agregar más de lo necesario. El texto español reza de la siguiente forma: “quien...utilizando información privilegiada a la que hubiera tenido acceso reservado en los términos del apartado 4...” (Ley Orgánica 1/2019, art. 285, inc.1). Se mantiene la pena privativa de libertad no menor de seis meses y no mayor a los seis años. La nueva sanción expuesta es remisiva solo a nivel interno del Código Penal, por lo cual su desarrollo queda contenido a lo resuelto por el numeral cuarto. De esta manera el dispositivo penal comprende como autores, partícipes y conspiradores a un círculo más específico, la base inicia desde la alta directiva hasta a quienes tengan una relación producida con “ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial” (Ley Orgánica 1/2019, art. 285, inc.4).

Adicionalmente, se tiene que: “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” (Ley Orgánica 1/2019, art. 285, bis). Después de incorporar esta norma el legislador español confirma que el *insider trading* no está pensado al margen de los delitos de peligro.

Es de advertirse que la disposición expuesta recoge la figura del uso indebido de información privilegiada como delito de peligro abstracto. El acento está puesto en la confianza de los inversores. Aun así, no se debe entender como un dispositivo acabado, pues no se puede decir que dicho artículo se ha

transformado en un concepto más cerrado. Por el contrario, permanece su estructura como normal penal en blanco cuando incluye la referencia a la “normativa europea” (Ley Orgánica 1/2019, art. 285, bis).

Ciertamente la normativa española cuenta con sucesivas fases típicas que no han perdido su rigor independiente. El pensamiento normativo está así delimitado por los artículos 285º ter y 185 quáter. Los intentos de España por penalizar esta figura bursátil indefectiblemente comienzan por el Derecho Penal propuesto y promovido por la Unión Europea, por ello mismo la Ley Orgánica 1/2019, art. 285, ter incluye a 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.

Hemos reunido hasta este punto una serie de ordenanzas de diversas realidades jurídicas que regulan la tipicidad administrativa y penal del uso indebido de información privilegiada. La formación del *insider trading* tiene un trayecto extenso, que sin embargo conecta principalmente con la regulación legislativa asignada por la Comunidad Europea, siendo algunas tan independientes a la idea actual de Unión Europea como actualmente se conoce. Lograr que pudieran acceder a esta documentación supone un esfuerzo cuyo detalle es evidente.

Por tanto, más que nada, conviene extraer las distintas normativas que la Unión Europea ha promulgado sobre esta materia. En lugar de llevar al cabo una “transposición” sin un análisis de por medio, preferimos continuar examinando su contenido de manera de exponer sus fortalezas o carencias que replicarán irremediablemente en el país de Perú.

Una vez ubicados en el tiempo, nuevamente cobra importancia definir el bien jurídico penalmente protegido. En realidad, la «confianza del inversor»

constituye la piedra angular. Aunque el buen funcionamiento no es apartado de su valoración como tal, no viene a ser el aspecto preponderante. Sin embargo, lo que interesa es promover una posición igualitaria en favor del inversor. El mensaje, en definitiva, sin inversor no se forma el correcto funcionamiento del Mercado de Valores, *mutatis mutandi*, sin persona la idea del Estado tampoco mantiene su existencia. Cuando el sujeto, por otro lado, es advertido de ésta situación, no le otorga un derecho de indefectible imposición; su reconocimiento ya no se cuestiona, es verdad, pero sí su ámbito de aplicación. Así lo comprende la Unión Europea, representada por P- Bérégovoy, por cuanto señala que: “el buen funcionamiento de ese mercado depende en gran medida de la confianza que inspire a los inversores”, cuyo fundamento radica en “la garantía dada a los inversores de que estarán en igualdad de condiciones y de que estarán protegidos contra el uso ilícito de la información privilegiada” (Directiva del Consejo 89/592/CEE, preámbulo).

Por aquél entonces el término “uso” y “explotación” ya componían un solo horizonte normativo. No se contraponen, ahora, en ese sentido, con las contemporáneas tendencias que denominan la acción penal bajo el membrete de “utilizar”. Por ello, sin embargo, precisamos que lo que se publicó en el texto del Diario Oficial de las Comunidades Europeas también incluye a la “explotación” dentro de las acciones antes descritas en más de un precepto.

Básicamente, el uso, explotación o utilización de información privilegiada tiene como base la relación directa o indirecta con el emisor o los emisores de valores, con la finalidad de prohibir que un grupo específico de sujetos: “dispongan de una información privilegiada, adquirir o ceder por cuenta propia o ajena, ya sea directa o indirectamente, los valores del emisor o de los emisores afectados por dicha información privilegiada explotándolo con conocimiento de causa” (Directiva del Consejo 89/592/CEE, artículo 2, inciso 1). Lo que ocurre, además, es que se excluye la posibilidad de que se incurra

en este delito a través de una modalidad delictiva que se componga sobre el pilar de la forma culposa. El tipo exige dolo, conforme se tiene del enunciado ya transcrito referido al “conocimiento de causa”. De cualquier manera, la prohibición se transporta en la “revelación” y “recomendación” que se realice en atención a la información caracterizada como privilegiada. La misma normativa indica que está proscrita la acción tendiente a: “revelar dicha información a un tercero, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, su profesión o sus funciones”, con el agregado del literal b), referido a “recomendar a un tercero que adquiera o ceda o que haga que un tercero adquiera o ceda, basándose en dicha información privilegiada, valores admitidos a negociación a negociación en sus mercados” (Directiva del Consejo 89/592/CEE, artículo 3).

El mismo mercado declara al ilícito del tipo, dice la disposición legal, debe encontrarse “regulado”. Mas por regulación, asimismo, se requiere que esté “controlado por autoridades reconocidas por los poderes públicos, de funcionamiento regular y accesible directa o indirectamente al público” (Directiva del Consejo 89/592/CEE, artículo 1). En el caso peruano, se trata de la Superintendencia del Mercado de Valores, anteriormente llamada Comisión Nacional. Las directivas de la Unión Europea son de fuerza normativa importante, tienen la capacidad de “actuar como comité regulador” (Decisión de la Comisión 2004/8/CE, preámbulo), de allí que su valoración no puede omitirse al estudio el tema escogido.

Posteriormente, contribuye a prevenir y sancionar el ejercicio abusivo de derechos en el mercado bursátil. Así lo reconoce la Unión Europea al remarcar que “el abuso del mercado daña la integridad de los mercados financieros y a la confianza del público en los valores y productos derivados” (Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo, preámbulo). La Directiva 2003/124/CE de la Comisión también fue elaborada en el mismo sentido. Se observa, por tanto, que en una y otra ocasión para legislar el Comité de Sabios “propuso la

introducción de nuevas técnicas legislativas basadas en un planteamiento de cuatro niveles, a saber, principios marco, medidas de aplicación, cooperación y ejecución” (Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo, preámbulo). Se han regulado como prohibidas las operaciones que laceran las bases propias del Mercado de Valores, cuya fuente esencial es el abuso. Esta directiva tuvo como *leit motiv* proteger a la comunidad en general de hechos tan graves como los acaecidos el 11 de septiembre del 2001.

Un aspecto que entra a tallar para la información privilegiada está vinculado con el proceso de la divulgación al público. La Unión se ha ocupado de dicha problemática antes del inicio del nuevo siglo. Especialmente, se detuvo a analizar la divulgación efectuada por los emisores a través de sus sitios de internet, en tanto la clasificó como objeto de salvaguarda mediante la legislación de datos personales. Y lo datos personales se “tratan”, es decir, son objeto de tratamiento, que de modo sucinto se refiere a: “cualquier operación o conjunto de operaciones, efectuadas o no mediante procedimientos automatizados, y aplicadas a datos personales, como la recogida, registro, organización, conservación, elaboración o modificación, extracción, consulta, utilización, comunicación por transmisión, difusión o cualquier otra forma que facilite el acceso a los mismos, cotejo o interconexión, así como su bloqueo, supresión o destrucción” (Directiva 95/46,CE, Parlamento y Consejo Europeo, artículo 2º). En estos supuestos, la divulgación debe reunir cierto estándar; debe realizar de forma inteligible, de los datos objeto de los tratamientos.

Por demás, queda claro que el círculo de atribución de responsabilidad no solo compromete a particulares, sino también a funcionarios públicos, por ejemplo, que hayan guardado relación con la autoridad competente encargada de la sanción de prácticas abusivas contra el mercado bursátil; dicho en otras palabras, un ámbito posterior a una relación funcional no exime o desvincula al exfuncionario público de respetar de modo inobjetable

el secreto profesional. En ese sentido: “Estarán sometidas al secreto profesional todas las personas que trabajen o hayan trabajado para la autoridad competente o para cualquier autoridad u organismo de los mercados en los que haya delegado poderes la autoridad competente” (Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo, artículo 13).

Ahora bien, la Unión Europea ha previsto, como ocurría con anterioridad, que se admita la posibilidad de retrasar la comunicación oportuna e inteligible de información privilegiada a la autoridad competente. El valor agregado es que su validez y legitimidad depende de que “tal omisión no sea susceptible de confundir al público y que el emisor pueda garantizar la confidencialidad de esta información” (Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo, artículo 6°), y en realidad nos encontramos ante una clara eximente de responsabilidad que al trasladarse a la sede penal elimina la tipicidad de la conducta.

Bajo el estandarte europeo, la prohibición del *insider trading* es de aplicación a: “todos aquellos instrumentos financieros no admitidos a negociación en un mercado regulado de un Estado miembro pero cuyo valor dependa de un instrumento financiero mencionado en el párrafo primero.” (Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo, artículo 9). Ésta política criminal infundida en el viejo continente, se ha visto defendida por dos documentos complementarios, definidos por directivas que ocupan asuntos independientes, pero relacionados entre sí.

En efecto, en una primera sesión se brindaron precisiones -en la idea de remarcar la legislación que más de una década había establecido- necesarias sobre el ámbito de configuración de la información privilegiada. Por ello, el componente privilegiado comprende elementos imprescindibles para que pueda adoptar esa condición y su naturaleza: precisión y potencial repercusión en el mercado bursátil. Con ésta directriz -ya reconocida- queda claro que la información debe caracterizarse por ser oportuna y previa. De tal

manera, bajo ese sentido: “la información es de carácter preciso si indica una serie de circunstancias que se dan o pueden darse razonablemente o un hecho que se ha producido o que puede esperarse razonablemente que se produzca, cuando esa información sea suficientemente específica...” (Directiva 2003/124/CE de la Comisión, artículo 1) y por tanto “para permitir que se pueda llegar a concluir que el posible efecto de esa serie de circunstancias o hecho sobre los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes” (Directiva 2003/124/CE de la Comisión, artículo 1).

Incluso la misma directiva pone relieve en la potencialidad ínsita que debe reunirse en la información privilegiada. Asume, de este modo, que su aspecto solo repercutirá en el campo de la bolsa de valores siempre: “si se hiciera pública, tendría un efecto significativo en los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes” (Directiva 2003/124/CE de la Comisión, artículo 1). La norma, asimismo, involucra prohibiciones en esferas colaterales, por ejemplo, cuando al difundir dicha información se realice «combinaciones» en su contenido con el objetivo de distorsionar su integridad. En buena cuenta, se busca garantizar la posición igualitaria de los intervinientes en el Mercado de Valores.

El control ejercido sobre la información privilegiada se aplica antes, durante y luego de divulgarse ante la autoridad competente. Siguiendo la línea legislativa existente, esta Directiva subraya límites a sus disposiciones legales que guardan estrecha relación con los eximentes de responsabilidad.

Lo que la Unión Europea delimita es la capacidad de «retrasar» la comunicación de información privilegiada que la Directiva dispuso con anterioridad, de allí que su examen sea aplicado conforme a situaciones o circunstancias delimitadas, pero no exhaustivas. Entre ellas: “negociaciones en curso, o elementos relacionados, cuando el resultado o el desarrollo normal

de esas negociaciones pueda verse afectado por la revelación pública de información.” (Directiva 2003/124/CE de la Comisión, artículo 3), o, de conformidad con el segundo inciso, a: “decisiones tomadas o contratos celebrados por el órgano de administración de un emisor que necesiten la aprobación de otro órgano del emisor para hacerse efectivos” (Directiva 2003/124/CE de la Comisión, artículo 3).

La proposición normativa también queda orientada a garantizar la confidencialidad de dicha información, con la finalidad de no afectar su contenido a nivel privado, el legislador emprende su función reguladora hacia la divulgación. La ausencia de alteración o repercusión en el valor bursátil de los instrumentos financieros constituye un supuesto lícito.

En efecto, en el marco de una nueva directriz, la Unión Europea ha extendido el ámbito de revelación de información privilegiada tomando en consideración supuestos específicos de procedencia. Con esta normativa se pone fin a un aspecto vacío de regulación: las normas de confidencialidad. El sentido es, por tanto, en primer lugar: “de que los hechos se distingan claramente de las interpretaciones, estimaciones, opiniones y otros tipos de información no factual” (Directiva 2003/125/CE de la Comisión, artículo 3). Dos condiciones adicionales; la segunda: “de que todas las fuentes sean fiables o, si existiera alguna duda sobre la fiabilidad de la fuente, se indique claramente” y, como tercer punto: “de que se indiquen claramente como tales todas las proyecciones, pronósticos y objetivos de precios y de que se indiquen igualmente las hipótesis importantes hechas al elaborarlas o utilizarlas” (Directiva 2003/125/CE de la Comisión, artículo 3).

La normativa prefiere delimitar todos estos aspectos a las personas encargadas de llevar a cabo «recomendaciones» para personas jurídicas o entidades que emitan valores en el sector bursátil que se elaboren, formen o estructuren información para decidir respecto a inversiones. Esta disposición

tiene por finalidad restaurar las garantías de trato igualitaria a las que el inversionista pretende acceder en el Mercado de Valores. De tal manera: “se asegurarán de que exista la reglamentación oportuna para garantizar que cualquier recomendación revele de manera clara y prominente la identidad de la persona responsable de su elaboración” (Directiva 2003/125/CE de la Comisión, artículo 2). Ahora bien, hay exigencias con mayor acento imperativo, por ejemplo: “en especial el nombre y función laboral del individuo que elabore la recomendación, además del nombre de la persona jurídica responsable de su elaboración” (Directiva 2003/125/CE de la Comisión, artículo 2).

En principio, el objetivo de la directiva en comento va hacia prevenir y promover la no configuración de conflicto de intereses. De allí que se disponga que el encargado de elaborar las recomendaciones se encuentre obligado de revelar de modo clara y prominente información relacionada a sus intereses y probables conflictos que podría producirse.

Se instaura, de esta manera, condiciones referidas a sólidas políticas de organización y funcionamiento distribuidas en varios literales que no corresponde transponer en su totalidad, sino antes bien rescatar unos sobre otros. Huelga citar, *v. gr.*, revelar: “Las participaciones importantes que existan entre la persona pertinente o cualquier persona jurídica relacionada por un lado y el emisor por otro lado.” (Directiva 2003/125/CE de la Comisión, artículo 6). Adicionalmente a eso, se regula el deber de revelar la existencia de intereses financieros vinculados a un emisor, siempre que no suponga afectar información de carácter confidencial.

Dejando este aspecto atrás, un año después interviene nuevamente la legislación europea respecto a información privilegiada y su estrecha relación con materias prima, y por ello: “se asume que los usuarios de los mercados en los que se negocian instrumentos derivados sobre materias primas

deberán recibir información relacionada, directa o indirectamente, con uno o varios de estos instrumentos derivados cuando esta información”, luego, “se ponga a disposición de los usuarios de estos mercados de forma regular o deba revelarse obligatoriamente en virtud de disposiciones legales o reglamentarias, normas de mercado, contratos o hábitos consustanciales al mercado de materias primas subyacente o al mercado de instrumentos derivados sobre materias primas de los que se trate” (Directiva 2004/72/CE de la Comisión, artículo 4). Como se observa, el sector bursátil no renuncia a las prácticas, es decir “hábitos”, que integran lo habitual, consustancial o permitido en sus zonas nucleares.

Lo que la Directriz reclama y manda es que para sus fines se establezca una lista para identificar correctamente a las personas que manejen información privilegiada. El planteamiento toca lo siguiente: “Las listas de personas con acceso a información privilegiada deberán mencionar como mínimo: a) la identidad de toda persona que tenga acceso a información privilegiada; b) el motivo por el que figuran en la lista; c) las fechas de creación y actualización de la lista.” (Directiva 2004/72/CE de la Comisión, artículo 5). Asimismo, menciona que dichas listas se deben actualizar en casos determinados, siempre con el carácter de inmediato: “a) siempre que cambie el motivo por el que se hubiera inscrito a una persona en la lista; b) siempre que haya que añadir a una nueva persona en la lista; c) para mencionar si una persona que figura en la lista deja de tener acceso a la información privilegiada y cuándo.” (Directiva 2004/72/CE de la Comisión, artículo 5).

Esta normativa no solo revela la importancia de concretizar y definir a los agentes que manejen la información privilegiada, que por demás comprende un detalle muy definido sobre su identidad y recomendaciones que realicen en base a dicha información, sino que, sobre todo, marca un nuevo camino no recurrido hasta dicha fecha por la Unión Europea. Estamos refiriéndonos a las operaciones sospechas, por supuesto de naturaleza ilícita, que se ejecuten en

virtud de información privilegiada. Rescatamos, de este modo, lo dispuesto específicamente cuando precisa que debe exigir como estándar persecutivo: “sospechar razonablemente” (Directiva 2004/72/CE de la Comisión, artículo 8). Aún en esta instancia no escapa en su consideración la necesidad de la gravedad de estos casos tengan que ser notificados a la autoridad competente dentro un plazo con la misma garantía. Importante respuesta es la que brinda la Comisión al tomar como protección para quien revela dichas operaciones siempre que ésta sea realizada de «buena fe».

La estrategia legislativa de la Unión Europea ha previsto textualmente y con un diseño de avanzada que: “no constituye una infracción de ninguna restricción de la revelación de información impuesta por contrato o por una disposición legal, reglamentaria o administrativa y no implica, para la persona que la efectúe, ninguna responsabilidad de ninguna clase relacionada con dicha notificación.” (Directiva 2004/72/CE de la Comisión, artículo 11). De esta forma, Frederik Bolkestein resuelve desde Bruselas posibles complicaciones existentes entre secreto profesional y comunicación de operaciones sospechosas, que colateralmente el mensaje es que lo ilícito no puede permanecer en el ámbito de la impunidad y que la buena fe es premiada.

Las acciones legislativas que adoptó la Unión Europea, llevó a implementar a nivel operativo medidas orientadas a renovar el sistema de control financiero luego de inicio el nuevo siglo. En el año 2012 decidió que: “13. Deloitte revizija d.o.o queda designado como auditor externo de Banka Slovenje para los ejercicios de 2012 a 2014” (Decisión del Consejo 2012/444/UE, artículo 1).

Al incluir a la información privilegiada como un asunto de interés internacional, los países de Europa y América del Sur convienen en regular su ámbito a la mayor cantidad de supuestos jurídicos para frenar su ausencia de reproche y sanción. En resumidas cuentas, el acento normativo se identifica en el lugar de las subastas referidas tanto a los mercados primarios como secundarios

en donde se emplea información privilegiada y que puedan definir al punto de empeorar el medio ambiente. Se trata de las actividades relacionadas con la emisión de gases de invernadero. La regulación en todo momento tiene como finalidad garantizar el mantenimiento y mejora de las estructuras organizativas del sector bursátil. Se menciona, por ello, que la información privilegiada es, ante todo, de una característica concreta, cierta: “que no se haya hecho pública, y que se refiere directa o indirectamente a uno o varios de los productos subastados, y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre los precios de las ofertas presentadas” (Reglamento UE Nro. 1031 de la Comisión, artículo 37°).

En ese sentido, la legislación lleva a cabo un juicio de proporcionalidad con el objetivo de articular un instrumento claro de prohibiciones. Para decirlo conforme al tenor de la disposición, ninguno de los infractores que ya hemos mencionado anteriormente: “utilizará dicha información presentando, modificando o retirando una oferta, por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente, relativa a un producto subastado al que se refiera dicha información” (Reglamento UE Nro. 1031/2010 de la Comisión, artículo 38°). Con esta regulación si bien se da una ampliación a las actividades y ámbitos comerciales en donde no se puede usar información privilegiada, la Comisión tiene como objetivo resguardar el principio de legalidad, de allí que introdujera en el contexto ambiental la figura ilícita del *insider trading*.

De otra parte, y al igual que en el sector de emisión de gases de invernadero, como consecuencia de la regulación expuesta, se expandió su radio de protección a «la integridad y transparencia del mercado mayorista de la energía». El activo marco legislativo acierta en definir con exhaustividad el carácter concreto de la información privilegiada, a diferencia de las lagunas presentes en el medio ambiente. Se tipificó: “que la información es de carácter concreto si indica una serie de circunstancias que existen o puede esperarse razonablemente que vayan a existir, o indica un acontecimiento que ha

ocurrido o puede esperarse razonablemente que vaya a ocurrir” (Reglamento UE Nro. 1227/2011 de la Comisión, artículo 2º) y “si es lo suficientemente específica como para permitir extraer una conclusión respecto al posible efecto de esa serie de circunstancias o ese acontecimiento sobre los precios de los productos energéticos al por mayor” (Reglamento UE Nro. 1227/2011 de la Comisión, artículo 2). Así, el Reglamento precisa un aspecto no tocado por el Reglamento del 2010, pero en lo restante guarda relación y similitud, aunque esté relacionada al comercio ubicado en la electricidad y el gas, de modo que no amerita su análisis.

Estos artículos se limitan a sectores muy especializados. Es ciertamente problemático, no obstante, su aplicación adquiere un alcance de mayor rango normativo. Podemos encontrar dichas expresiones en disposiciones más recientes, donde la Unión Europea deposita en los Estados Partes están unidos a un deber imperativo de penalizar operaciones de *insider trading* en casos estrictamente dolosos. Por ello, se señala que el ámbito de aplicación y configuración del ilícito comprende (Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y el Consejo, artículo 1):

- “a) los instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado o para los que se haya solicitado la admisión a negociación en un mercado regulado;
- b) los instrumentos financieros negociados en un sistema multilateral de negociación (SMN), los admitidos a negociación en un SMN o para los que se haya solicitado la admisión a negociación en un SMN;
- c) los instrumentos financieros negociados en un sistema organizado de contratación (SOC);
- d) los instrumentos financieros no comprendidos en las letras a), b) o c), cuyo precio o valor dependa de los instrumentos financieros mencionados en esas letras o tenga un efecto sobre el precio o el valor

de los mismos, incluidos, aunque no de forma exclusiva, las permutas de riesgo de crédito y los contratos financieros por diferencias.”

El delito y ámbito para su aplicación es distinto en el siguiente apartado normativo, donde se dedica un detenido análisis de supuestos en los cuales no debe establecerse un campo de represión. Es lo que nosotros definimos con aspectos socialmente permitidos. En efecto, se dispone (Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y el Consejo, artículo 1):

“a) la negociación con acciones propias en programas de recompra, cuando esa negociación se realice de conformidad con el artículo 5, apartados 1, 2 y 3, del Reglamento (UE) n o 596/2014;

b) la negociación de valores o de instrumentos asociados con arreglo al artículo 3, apartado 2, letras a) y b), del Reglamento (UE) n o 596/2014 para la estabilización de valores, cuando esa negociación se realice de conformidad con el artículo 5, apartados 4 y 5, de dicho Reglamento;

c) las operaciones, órdenes o conductas que respondan a fines de política monetaria, tipo de cambio o gestión de la deuda pública, de conformidad con el artículo 6, apartado 1, del Reglamento (UE) n o 596/2014, las operaciones, órdenes o conductas de conformidad con su artículo 6, apartado 2, las actividades que respondan a la política climática de la Unión, de conformidad con su artículo 6, apartado 3, o las actividades que respondan a la política agrícola común de la Unión y a la política pesquera común de la Unión, de conformidad con su artículo 6, apartado 4.”

La comunicación ilícita que se ejecute con información privilegiada se encuadra como tal en la medida que no tenga una relación con el artículo en mención. Las conductas descritas suponen una adicional carga no punitiva para las personas. En lo demás de éste Reglamento, la comunidad europea queda igualmente en su integridad, sin mayores cambios o incorporaciones.

El acto descrito pierde consistencia represiva ante supuestos específicos en donde la intervención de las personas es reducida. Esto plantea inconvenientes de imputación, pero evidencia que las personas jurídicas están en la capacidad de establecer una inteligencia artificial de alta complejidad, lo suficiente para estar al margen del Derecho Penal. La Unión Europea toma aquí en consideración negociaciones de instrumentos financieros revestidas de algoritmos matemáticos, pues en su postura se determinan: “automáticamente los distintos parámetros de las órdenes (si la orden va a ejecutarse o no, el momento, el precio, la cantidad, cómo va a gestionarse después de su presentación), con limitada o nula intervención humana” (Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y el Consejo, artículo 4). Se trata de que, en estos casos: “La empresa de servicios de inversión que se dedique a la negociación algorítmica deberá implantar sistemas y controles de riesgo adecuados a sus actividades y efectivos para garantizar que sus sistemas de negociación sean resistentes...” (Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y el Consejo, artículo 17).

Estas situaciones ocurren de modo similar para las empresas dedicadas a intervenir en el marco bursátil. Admite la Unión Europea la existencia de principios rectores sin los cuales las actividades de comercio no podrían desenvolverse sin inconvenientes. De esta manera la empresa que: “preste servicios de inversión o, en su caso, servicios auxiliares a clientes, la empresa de servicios de inversión [debe actuar] con honestidad, imparcialidad y profesionalidad” (Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y el Consejo, artículo 24). Podría creerse que estamos ante una innovación de nuevo cuño; nada más errado. Los principios mencionados preexisten al sector en comento, pues todo hecho jurídico para su realización requiere estar la honestidad y la buena fe en los negocios.

De todos modos, la directiva añade consideraciones del círculo de agentes que manejan y poseen la información privilegiada respecto de los clientes que

tiene inferencia sobre su patrimonio en el Mercado de Valores. Por ello dedica un capítulo denominado “obligación de ejecutar órdenes en las condiciones más ventajosas para el cliente”, y define que las empresas de inversión deben adoptar: “todas las medidas suficientes para obtener el mejor resultado posible para sus clientes teniendo en cuenta el precio, los costes, la rapidez, la probabilidad de la ejecución y la liquidación, el volumen, la naturaleza”, así como “cualquier otra consideración pertinente para la ejecución de la orden” (Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y el Consejo, artículo 27). Sin embargo, esto no significa que el operador decida por encima de los intereses y la voluntad misma del cliente, por el contrario, “en caso de que haya una instrucción específica del cliente, la empresa de servicios de inversión ejecutará la orden siguiendo la instrucción específica” (Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y el Consejo, artículo 27).

La normativa que se detalla contiene además procedimientos preestablecidos para alcanzar los objetivos que precisa la comunidad europea. En una sección tercera se consagran disposiciones específicas sobre la transparencia en el Mercado de Valores, pero como hemos dicho no es el punto inicial, sino consecuencia de un tramo extenso que primariamente se dedica a regular y promover garantías en favor del inversionista y su trato igualitario. Debido al desarrollo, su conclusión ha tenido lugar recién luego de una Directiva final.

Ello sucede, en primer lugar, tras el ámbito de protección conferido con los últimos tres instrumentos legislativos que se emitieron sobre la materia. El aspecto central continúa siendo evitar distorsiones y la desigualdad bursátil, básicamente sostenida en unificar la legislación y la interpretación que se realiza sobre ésta.

El objetivo principal de la normatividad extranjera tiene soporte en principios de larga data para el Derecho. En general, una norma no puede ser una fuente de inseguridad, si ello ocurre el Derecho abandona gran parte de su finalidad

esencial. Hay una marcada intención legiferante por delimitar con exhaustividad el concepto de la información privilegiada, o de manera más precisa sus «elementos esenciales».

Como manifestamos anteriormente: “la característica esencial de la operación con información privilegiada consiste en obtener una ventaja injusta a partir de información privilegiada en detrimento de terceros que desconocen la información” (Reglamento UE Nro. 596/2014/ del Parlamento Europeo y el Consejo, preámbulo). El bien jurídico protegido que se ve transgredido en su esencialidad radica en la confianza que se brinde a los inversores. Así mismo: “La utilización de información privilegiada puede consistir asimismo en el comercio de derechos de emisión y sus derivados, así como en la participación en subastas de derechos de emisión u otros productos subastados basados en los mismos” (Reglamento UE Nro. 596/2014/ del Parlamento Europeo y el Consejo, preámbulo).

A consecuencia de las disposiciones citadas, las conductas que nuevamente quedaron excluidas como ilícitas se refirieron a: “Los análisis y los cálculos elaborados a partir de datos públicos no deben considerarse en sí mismos como información privilegiada y, por lo tanto, el mero hecho de que una operación” (Reglamento UE Nro. 596/2014/ del Parlamento Europeo y el Consejo, preámbulo).

El campo principal de aplicación del *insider trading* indica que puede imputarse directamente, bajo el rótulo de la sospecha probable: “Cuando una persona física o jurídica que posee información privilegiada adquiere, transmite o cede, o intenta adquirir, transmitir o ceder, por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente, instrumentos financieros a los que se refiere dicha información” (Reglamento UE Nro. 596/2014/ del Parlamento Europeo y el Consejo, preámbulo). Lo que remarca es que «ha de suponerse que ha utilizado la información privilegiada». Dicha suposición, agrega el

Reglamento, debe ser compatible con un derecho fundamental, como lo viene a constituir el derecho de defensa. Sería incomprensible un Derecho Penal que a nivel típico regula conducta que por su naturaleza configurativa resultare contraria a la proporcionalidad penal. Sin perjuicio de ello, el Reglamento no sanciona las «prácticas ajustadas al mercado».

En esa misma justificación debe establecerse, sin lugar a dudas: “La difusión pública de la información privilegiada por parte del emisor es esencial para evitar las operaciones con ese tipo de información y evitar inducir a confusión o engaño a los inversores” (Reglamento UE Nro. 596/2014/ del Parlamento Europeo y el Consejo, preámbulo). Esto supone reforzar los planteamientos que previamente ya se manejaban. En realidad, una acción tendiente a alcanzar estos fines es, así lo define el Reglamento, la elaboración, por los emisores, o por toda persona que actúe en su nombre o por cuenta de ellos, de listas de las personas que guardan un vínculo laboral o profesional, en base de un soporte escrito -no solo verbal- las cuales tengan acceso a información privilegiada.

De forma mayoritaria se ha previsto que la publicación de las decisiones adoptadas por la autoridad competente cumple un rol complementario a la prevención general del delito. La Unión Europea lo define como efecto disuasorio en la ciudadanía, que sin duda repercute en la buena reputación e imagen de la persona jurídica inmiscuida en estos casos. De modo literal se señala que: “con objeto de asegurar que las decisiones adoptadas por las autoridades competentes tienen un efecto disuasorio en el público, por lo general deben publicarse” (Reglamento UE Nro. 596/2014/ del Parlamento Europeo y el Consejo, preámbulo). Según la Unión Europea: “La publicación de las decisiones es asimismo una herramienta importante para que las autoridades competentes informen a los participantes en el mercado sobre las conductas que se considera que constituyen una infracción” (Reglamento UE Nro. 596/2014/ del Parlamento Europeo y el Consejo, preámbulo).

El fundamento que inicialmente establece los parámetros sobre el concepto de información privilegiada no se ve modificado con éste Reglamento. La información privilegiada es concreta y su naturaleza no se tergiversa cuando atraviesa singularidades que se ubican en la emisión de gases invernaderos en el medio ambiente, el sector energético o las materias primas en mercados regulados.

Proveniente de ésta Directiva, la regulación precisa sobre la naturaleza concreta que tendrá tal condición: “si 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” (Reglamento UE Nro. 596/2014/ del Parlamento Europeo y el Consejo, artículo 7). Solamente si la información privilegiada es concreta importará señalar: “[si] 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” (Reglamento UE Nro. 596/2014/ del Parlamento Europeo y el Consejo, artículo 7), así como de los contratos de contado sobre materias primas relacionados con ellos, o -como se ha venido estableciendo en este marco normativo- de los productos que son objeto de una subasta dentro de una operación de emisión de valores.

El ilícito bursátil tiene un contenido que se desarrolla en el marco de un proceso y su aparición puede darse en la totalidad sin exclusiones temporales, es decir, al inicio, al cierre o durante la etapa intermedia.

Por ello, manifiesta el legislador europeo que: “tanto esa circunstancia o ese hecho futuros como las etapas intermedias de ese proceso que estén ligadas a la generación o provocación de esa circunstancia o ese hecho futuros” (Reglamento UE Nro. 596/2014/ del Parlamento Europeo y el Consejo, artículo 7). Los hechos futuros no están exentos de represión.

También cometen delito de *insider trading* cuando el círculo de autores utiliza, usa o dispone de: “este tipo de información cancelando o modificando una orden relativa al instrumento financiero al que se refiere la información, cuando se hubiese dado la orden antes de que el interesado tuviera conocimiento de la información privilegiada” (Reglamento UE Nro. 596/2014/ del Parlamento Europeo y el Consejo, artículo 8). Para su existencia es imprescindible, en lo concerniente a la tipicidad subjetiva, el conocimiento de la naturaleza ínsita de la información como privilegiada y su conducir ilícito.

No se incurre en una acción penalmente relevante es meros hechos de disposición de información privilegiada. Se tratan se operaciones legítimas que no arrastran núcleo punitivo ni a las personas jurídicas ni a las personas naturales, especialmente en atención a una organización interna ajustada al ordenamiento social y legal que pueden tener lugar en el transcurso de una oferta pública de adquisición o fusión con una empresa.

En la Unión Europea, como también ocurre en territorio latinoamericano, no habrá ilegitimidad en el marco de dichas actividades en la medida de que la persona: “haya obtenido esa información privilegiada en el transcurso de una oferta pública de adquisición o fusión con una empresa y utilice dicha información privilegiada con el mero objeto de llevar a cabo esa fusión u oferta pública de adquisición” (Reglamento UE Nro. 596/2014/ del Parlamento Europeo y el Consejo, artículo 9). La información, aun cuando reúne el carácter de privilegiada, es de ineludible existencia para remover los obstáculos que impiden a dichos titulares construir una opinión sobre su disposición a ofrecer sus valores.

Como la información privilegiada es manifestación del mercado bursátil. Sin información no hay mercado bursátil. En esos términos generales es que se han disposición tres prohibiciones irreductibles: “a) realizar o intentar realizar operaciones con información privilegiada; b) recomendar que otra persona

realice operaciones con información privilegiada o inducirlo a ello, o c) comunicar ilícitamente información privilegiada.” (Reglamento UE Nro. 596/2014/ del Parlamento Europeo y el Consejo, artículo 14).

No basta, sin embargo, con guardar una reserva debida sobre el aspecto concreto de la información privilegiada, sino que además su comunicación a las autoridades competentes. Puede comunicarse al Estado bajo condiciones irrenunciables, entre ellas: “El emisor se asegurará de que la información privilegiada se haga pública de una forma que permita un acceso rápido y una evaluación completa, correcta y oportuna de la información por el público” (Reglamento UE Nro. 596/2014/ del Parlamento Europeo y el Consejo, artículo 17). En ese sentido, se dispone como agregado normativo: “El emisor no combinará la difusión pública de información privilegiada con la comercialización de sus actividades.” (Reglamento UE Nro. 596/2014/ del Parlamento Europeo y el Consejo, artículo 17).

Se discute poco en Perú sobre la comunicación de información privilegiada y su mantenimiento dentro del registro público. Esta omisión tiene un trato muy diferente por parte de la Unión Europea, donde se han encargado de definir con claridad el periodo de duración en la plataforma virtual. Así: “El emisor incluirá y mantendrá en su sitio web por un período de al menos cinco años toda la información privilegiada que esté obligado a hacer pública” (Reglamento UE Nro. 596/2014/ del Parlamento Europeo y el Consejo, artículo 17). Para Europa esta sección se denomina como «Difusión pública de la información privilegiada».

Tampoco se ha dedicado nuestra legislación nacional a un examen detenido relacionado a las personas que «explotan» o «usan indebidamente» información privilegiada. En el viejo continente se estudia bajo la llamada «lista de iniciados», que comprende una larga relación de personas que emprenden una conducta ilícita respecto al *insider trading*. Evaluado ello, es conveniente

que los emisores y quienes actúan en su representación: “elaborar una lista de todas las personas que tengan acceso a información privilegiada y trabajen para ellas en virtud de un contrato de trabajo, o que desempeñen funciones a través de las cuales tengan acceso a información privilegiada”. Dicha lista de iniciados también debe actualizarse en caso sufra modificaciones.

La llamada «lista de iniciados» contiene requisitos mínimos para que no sea valorada en un sentido opuesto y contradictorio con las finalidades infundidas en el Mercado de Valores. Por tanto, como mínimo la identidad debe conocerse e individualizarse, asimismo deben consignarse los siguientes elementos: “b) el motivo de la inclusión de esa persona en la lista de iniciados; c) la fecha y la hora en que dicha persona obtuvo acceso a la información privilegiada”, así como la fecha de elaboración de la lista de iniciados (Reglamento UE Nro. 596/2014/ del Parlamento Europeo y el Consejo, artículo 18).

En definitiva, en el Derecho Penal Europea se cuenta con disposiciones muy bien delimitadas respecto a lo lícito frente a lo ilícito. La normativa, además, expone sectores compatibles con las actividades propias e inmanentes de una sociedad contemporánea, sus riesgos y seguridades. Éste Derecho Penal coincide tanto con los derechos fundamentales, cuanto con las garantías judiciales. La relación entre ambas es muy cercana, pues dentro del primer grupo las operaciones con información privilegiada que estén respaldadas por el secreto profesional no forman parte de un reproche punitivo, mientras que en el segundo aspecto el derecho de defensa y presunción de inocencia se erigen como márgenes de protección insoslayables.

Estos dispositivos legales se han visto extendidas en su desarrollo con dos paquetes legislativos adicionales. De ellos podemos rescatar que existen casos en donde hay operaciones que deben ser notificadas obligatoriamente al participante de emisión de valores y a la autoridad correspondiente, entre

otros, en los siguientes casos: “a) adquisición, cesión, venta en corto, suscripción o intercambio...c) suscripción o ejercicio de contratos de intercambios ligados a acciones...k) regalos y donaciones hechos o recibidos, y herencias recibidas...” (Reglamento Delegado (UE) 2016/522 de la Comisión, artículo 10).

Así fue sancionado por el Presidente Jean-Claude Juncker. Luego, la tarea de “control eficaz y continuo, a efectos de detectar e identificar las órdenes y operaciones que pudieran constituir operaciones con información privilegiada” (Reglamento Delegado (UE) 2016/522 de la Comisión, artículo 2) son requisitos generales que se mantienen abiertos al panorama bursátil.

Como hemos mencionado, La Directiva de Abuso de Mercado emitida por el Comité Europeo y su Parlamento sirven mucho para consolidar el Derecho Penal no solo de dicha región, sino además para los continentes de otras periferias. Nos importa remarcar que la ilicitud en la comunicación de operaciones de iniciados no es tal siempre tenga una justificación para su retraso.

Las referidas Directivas integran un grupo unificado dadas por la Unión Europea que, ciertamente, repercuten en sus países partes. Son complementos para el derecho interno. En resumen, se normativizan los indicadores de manipulación de mercado, los estándares de divulgación y notificación a la autoridad competente sobre operaciones de iniciados, que comprenden las distintas etapas de negociación durante periodos limitados o de prolongada duración.

Los sistemas y procedimientos tocan a normativas como la de Alemania (Ley del Mercado de Valores – *Wertpapierhandelsgesetz* – WpHG) y Francia (*General Regulation of the AMF Title III Market Manipulation*), lo que será analizado en la sección correspondiente.

5.1.3. EL DELITO DE USO INDEBIDO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN LA NORMATIVIDAD NACIONAL

En lo tocante al ordenamiento punitivo del Perú, se incurre en error al afirmar que el uso ilícito de información privilegiada tiene como base de regulación el Decreto Legislativo N° 755, publicado en el Diario Oficial El Peruano con fecha 13 de noviembre de 1991. A través de sus normas únicamente se abarcó el campo administrativo, y su derogación tuvo lugar media década después.

Lo expuesto se ha confirmado de manera extendida en ésta investigación. La legislación taxativa de carácter penal se determina por la vigente “Ley del Mercado de Valores” (Decreto Legislativo Nro. 861, publicado el 22 de octubre de 1996) que incorpora al *insider trading* al orden penal peruano (Código Penal de 1991, artículo 251-A°). El texto está definido como sigue:

“El que obtiene un beneficio o se evita un perjuicio de carácter económico en forma directa o a través de terceros, mediante el uso de información privilegiada, será reprimido con pena privativa de libertad no menor de uno (1) ni mayor de cinco (5) años.

Si el delito a que se refiere el párrafo anterior es cometido por un director, funcionario o empleado de la Bolsa de Valores, de un agente de intermediación, de las entidades supervisoras de los emisores, de las clasificadoras de riesgo, de las administradoras de fondos mutuos de inversión en valores, de las administradoras de fondos de inversión, de las administradores de fondos de pensiones, así como de las empresa bancarias, financieras o de seguros, la pena no será menor de cinco (5) ni mayor de siete (7) años.”

Resulta claro, por consiguiente, que tras casi treinta años de vigencia del artículo 251-A° su aspecto típico no fue sometido a modificatorias

relacionadas al contenido nuclear del delito. No menos significativo constituye llevar a cabo un examen sobre aspectos vinculados a su persecución en sede del procesamiento en el marco del ejercicio de la acción penal por la comisión de un delito integrante del sector público.

El Código Penal del Perú ha visto modificado el artículo 251-A° en una sola ocasión. En efecto, se introdujo un requisito de procedibilidad el 26 de junio del 2013 (Ley Nro. 30050, párrafo final):

“Previamente a la formalización de la denuncia respectiva, el Ministerio Público deberá requerir un informe técnico a la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), que será emitido dentro del plazo de quince (15) días de solicitado, vencido del cual resolverá.”

Ante una posición tan especializada como la que trae el delito estudiado, nuestro legislador incluyó -como requisito necesario- que la autoridad competente del Mercado de Valores defina el carácter ilícito de la información privilegiada. Básicamente, cumple un rol subsidiario al reducido conocimiento bursátil del Ministerio Fiscal.

La consecuencia es, conforme a lo descrito, la formación de un medio de defensa procesal para el justiciable. En este escenario, la base material del artículo 251-A° del Código Penal se sostiene además en la ordenanza procesal. Estimo, por tanto, que merece precisión el mecanismo de defensa que señala el Código Procesal Penal: “La cuestión previa procede cuando el Fiscal decide continuar con la Investigación Preparatoria omitiendo un requisito de procedibilidad explícitamente previsto en la Ley” (Decreto Legislativo Nro. 957, artículo 4). Es, precisamente, un requisito que el legislador peruano ha dispuesto debe configurarse en sede de investigación, como alternativa para brindar eficacia al trayecto de vigencia del art. 251-A°, en la medida que su persecución no guarda la misma correspondencia.

5.1.4. CUESTIÓN TERMINOLÓGICA, ORIGEN Y EVOLUCIÓN BURSÁTIL DEL INDEBIDO USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA.

Existe, pues, la necesidad de delimitar el ámbito de extensión del mercado de valores desde la perspectiva criminológica y político criminal de la histórica de la economía que, en la actualidad, continúa siendo una herramienta de mayor solidez que pueda servir para dar respuesta al derecho penal económico y las estructuras sociales que se han establecido sobre sus bases.

A diferencia de trabajos europeos que plantean erradamente el origen de la información privilegiada a sucesos anclados a 1723 (Vega, 2020, p. 29), apoyados en trabajos de Latinoamérica, especialmente Perú (Reyna, 2000, p. 2), o desde 1929 (Bajo; Bacigalupo, 2001, p. 516); (Reaño, 2002, p. 35); (Chu, 2004, p. 1), debemos de marcar una inicial distancia respecto de dichos “enfoques”. Principalmente porque los yerros de dichas posturas se relacionan a la falta de consideración del origen y evolución de la Bolsa y, por tanto, de la Bolsa de Valores. De entrada, el ámbito correcto para nuestra investigación toma en cuenta que en “*Le Nouveau Négociant* de Samuel Ricard, en 1686, define la Bolsa como el «lugar de encuentro de banqueros»” (Braudel, 1984, p. 72). El sector bursátil no puede alejarse de ésta definición conceptual.

Adicionalmente, con extrema pulcritud respecto al origen del término Bolsa se tiene que: “La palabra vendría de la ciudad de Brujas, donde estas reuniones se celebraban «cerca del Hotel de Bourses, así llamado por un señor de la antigua y noble familia van der Bourse, que lo había hecho construir y que había adornado el frontispicio del escudo con sus armas, cargado de tres bolsas... (Braudel, 1984, p. 72).

Es elocuente, y nadie lo cuestiona, que las referidas bolsas del Hotel de Bourses «puedan verse hasta hoy en este edificio», detalles que pasaron por alto gravemente los trabajos penales antes cuestionados. Esto implica,

asimismo, que la idea de la bolsa de valores propone ulteriormente la posibilidad de referirnos a un sector en el mercado con la característica de lo denominado bursátil. Dicho antecedente constituye una razón fundamental.

A partir de allí se siguieron acuñando términos similares por otras latitudes, por ejemplo: “En Lyon, la Bolsa se llamaba plaza de cambios; en las ciudades haneáticas, *Collége* de comerciantes; en Marsella, la *Logia*; en Barcelona como en Valencia, la *Lonja*” (Braudel, 1984, p. 72) y, se sabe, que “en Leipzig, la bellísima Bolsa fue construida desde 1678 hasta 1682 «*auf dem Naschmarkt*»” (Braudel, 1984, p. 72).

Es crucial recordar que “a mediados del siglo XVI apareció súbitamente, en los mercados de Amberes y Lyon, un entusiasmo especulativo por los empréstitos reales, que llegaron a un abrupto fin cuando el rey Enrique II de Francia suspendió el pago de sus deudas en 1557” (Chancellor, 2000, p. 24). A efectos de establecer un hito de seguro retorno, es conveniente traer a colación las obras de Juan De La Vega titulado *Confusión de Confusiones* de 1668 y Charles Mackay con su *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* del 1841, recogidos por Braudel y Chancellor, respectivamente. La importancia de tales trabajos está en que son una fuente literaria de información cierta de lo que ocurría en ese entonces, por ejemplo, el Historiador Braudel recogen sus trabajos a lo largo de sus investigaciones.

Por ello, explica el insigne historiador y economista francés citado, que se tiene establecido -no sin matices particulares- un orden cronológico que hace «nacer la Bolsa en los en los países del Norte» de Europa en: “Brujas 1409, Amberes 1460, ..., Lyon 1462, Tolosa 1469, Amsterdam 1530, Londres 1554, Ruan 1556, Hamburgo 1558, París 1563, Burdeos 1564, Colonia 1566, Leipzig 1635, Danzig 1593, Berlín 1716, La Rochele 1761 ..., Viena 1771, Nueva York 1772” (Braudel, 1984, p. 73).

Ahora bien, cuando se hace referencia a que el primer caso de uso indebido de información privilegiada estaría relacionado a los acontecimientos de 1723 (Vega, 2020, p. 29); (Reyna, 2000, p. 2) con el agregado que se designa a la Compañía de las Indias Holandesas como un «emisor de valores», pero sin analizar el contexto pertinente, se abre paso a una distorsión histórica y normativa respecto al espacio geográfico de las fuentes del *insider trading*, que consideramos no resulta adecuada. Esta alternancia académica nos obliga a precisar la tarea inconclusa que, como se advierte, incurre en un posible anacronismo y en consecuencia carecería de admisión en el sistema penal. La historia económica declara un camino distinto en este extremo.

Ciertamente, coherentes a lo expuesto, la bolsa y el mercado de valores transitan históricamente desde Italia hacia Bélgica (Amberes, Brujas), Holanda e Inglaterra.

En efecto, “a principios del siglo XVII, la novedad consiste en la implantación en Amsterdam de un mercado de valores” (Braudel, 1984, p. 74). No obstante, dicho dato lo sometemos a reparos, en tanto “que ésa sea la primera Bolsa de Valores, como se dice a menudo, no es totalmente exacto” (Braudel, 1984, 74), en la medida que el punto nuclear de oscilación nos sujeta con mayor certeza a Italia de la época moderna -aunque hay referencias a la antigua Roma y Grecia- por cuanto: “Los títulos de deuda del Estado se negocian muy pronto en Venecia, en Florencia desde antes de 1328, en Génova, donde hay un mercado activo de *luoghi* y *paghe* de la *Casa di Genaro* (Braudel, 1984, p. 74). Pues bien, éstas cuestiones son muy adecuadas para explicar el surgimiento de un comercio propio de la Bolsa de Valores.

Por ello, “en 1351, se introdujo una ley contra los rumores destinados a bajar el precio de los títulos de gobierno; en 1390, 1404 y 1410 hubo reiterados intentos de impedir la venta de obligaciones del Estado en términos diferidos (es decir, futuros, en bonos)” (Chancellor, 2000, p. 23). Como se observa, en

1351 Italia ya regulaba situaciones que pudieran afectar el mercado de la bolsa debido a información de un carácter “privilegiado”.

Desde otras latitudes paralelas a Italia -y previas a Holanda-, también se han registrado hechos de especulación – o de información privilegiada bajo la impropiedad de emplear fallidamente el término -, como el caso de los “*Kuxen*, las acciones de las minas alemanas cotizadas en el siglo XV en las ferias de Leipzig...”. Recordemos que la Bolsa de Valores de Leipzig aparece formalmente a mediados de 1635, pero la realidad histórica temporal de la economía de las grandes ciudades capitalistas explica que “los estatutos de Verona, en 1318, introducen el mercado a plazo (*mercato a termine*)” (Braudel, 1984, p. 74), lo que produjo una fuerte protesta social cien años después debido a las desastrosas repercusiones en la estabilidad financiera.

Enfatizamos como conclusión, que son primordialmente Italia (1351), así como Bélgica y Alemania, los prototipos de mercado de valores apropiados para el uso de información privilegiada debido a los importantes aportes brindados a la especialización del comercio estudiado, pues, en definitiva «una ciudad cae y otra la reemplaza», sucede, diremos nosotros.

Queda en la cuestión de los sucesos sometidos a 1723 (Vega, 2010, p. 29), apoyados en trabajos de Latinoamérica, especialmente Perú (Reyna, 2000, p. 2) o desde 1929 (Reaño, 2002, p. 35); (Chu, 2004, p. 1). Un asunto más por resolver por cuanto rechazamos dichas bases como suficientes para darle un fundamento nuclear e histórico al delito de iniciados: la veracidad de dicho suceso y el papel que en la Bolsa de Valores ocupa Amsterdam y la Compañía de las Indias Holandesas son instituciones que guardan vínculo hasta cierto punto, pero no en la distorsionada magnitud de los trabajos citados.

Sobre el particular, la importancia de la Bolsa de Amsterdam de 1530 es materia indiscutible -el mercado bursátil existía de modo material-, al igual que

la incorporación de una Bolsa de Valores en el mismo territorio poco menos de un siglo después -lo que constituye su plasmación formal-.

Sin embargo, este resultado está estrechamente vinculado a la «situación de las Provincias Unidas», que en aquel entonces estaban compuestas por Holanda, Zelanda, Utrecht, Güeldres, Overijssel, Frisia y Groninga (Braudel, 1984, p. 141) formando un «bloque de poder» a favor de «la grandeza» de Amsterdam. De su existencia se denota que años después Holanda -si cabe usar dicha nominación- se vea enfrentada con Francia, Portugal e Inglaterra por definirse como la civilización soberana del comercio marítimo y global.

En tal sentido, si se crea la Bolsa de Valores de Amsterdam es para que los habitantes de las Provincias Unidas -como accionistas- puedan negociar las acciones de la Compañía Holandesa de las Indias Orientales (*Vereenigde Oos-Indische Compagnie*), creada el “20 de marzo de 1602, por intervención de los Estados Generales, el Gran Pensionario Barneweldt y Mauricio de Nassau” (Braudel, 1984, p. 173), por eso que “lo nuevo en Amsterdam es el volumen, la fluidez, la publicidad, la libertad de las especulaciones de las transacciones” (Braudel, 1984, p. 72). Dicho de otra forma, al otorgarle personería jurídica a la Compañía Holandesa, que se dedicaba a explorar los mares e imponer soberanía sobre sus tierras, colateralmente sus acciones fundacionales fueron ofrecidas a los ciudadanos de las Provincias Unidas para que obtuvieron un beneficio económico al llevarse a cabo este objetivo.

Cabe precisar que dos años antes, en Londres, se creaba la Compañía Británica de las Indias Orientales, o sea, para el año de 1600 se había desarrollado un proyecto similar al holandés, pero de menos amplitud.

Incluso tomando en cuenta todo lo expuesto, hasta aquí tampoco sería correcto asumir que estaríamos ante el primer caso de uso indebido de información privilegiada. Por el contrario, se trata de casos especulativos, y la

especulación bursátil sobre el valor de las acciones de la Compañía Holandesa de las Indias Orientales estaría relacionado a las denominadas operaciones en corto, presentes con anterioridad desde hace dos siglos en Italia y que actualmente siguen constituyendo hechos comerciales ilícitos. En efecto, “las autoridades holandesas, a petición de los administradores de la V.O.C, publicaron el 27 de febrero de 1610, un edicto por el cual se prohibían las ventas en corto, al regular las transacciones las transacciones a plazo sobre acciones” (Cruz, 2018, p. 17).

Es así como se comienzan a negociar “derivados, forwards, opciones y repos” (Cruz, 2018, p. 18), pero con el imperativo legal de *registrar* dicha información para que las personas, la sociedad en general de aquellas Provincias Unidas, pudieran tener un acceso igualitario a las relaciones de poder que generaba la Compañía Holandesa.

Conocida la primera disposición legal en contra de estas acciones en corto, descubiertas o especulativas en Amsterdam durante el 1610, merecen exponerse las causas que la originaron, y, el “origen de esta restricción se halla en una importante caída del valor de las acciones de la compañía a enviar la solicitud a las autoridades para adoptarla” (Cruz, 2018, p. 19). Se sabe que “en 1609 el comerciante Isacc Le Maire organizó dicha maniobra” (Chancellor, 2000, p. 29), es decir, éste personaje especuló sobre los valores de la Compañía de los Siete Países para crear la Compañía Francesa, y que “según los mismos, la técnica utilizada por un grupo de socios que suscribieron estos contratos consistió en comprometer una cantidad mayor de acciones que las que tenían y, cuando se aproximaba la fecha de vencimiento y de realizar la venta, difundían rumores sobre la compañía que hacían que el precio bajara.” (Cruz, 2018, p. 19).

Finalmente, los especuladores de la época explican que, “los citados accionistas ofrecían a continuación una pequeña cantidad de acciones a la

venta a un precio aún más bajo, lo que reforzaba el movimiento descendente de los precios de las acciones” y “en ese momento, los vendedores a corto podrían comprar acciones a precios muy por debajo de lo acordado en los contratos de venta a futuro y obtener un beneficio elevado” (Cruz, 2018, p. 19). El objetivo -infructuoso- era que Amsterdam no lograra establecerse como el centro del comercio de Europa.

El sistema jurídico para frenar legalmente la especulación financiera se relaciona a Italia, Amberes, Amsterdam, Londres y finalmente New York. El orden de prelación mencionado no debe alterarse en una idea inversa. Las medidas anti-especulación bursátil adoptadas en 1610 por Amsterdam para prohibir las *burbuja económica*, a través de las negociaciones en corto, aunque no lograron su finalidad y “hacia 1631 la situación de la República Holandesa era propicia para una euforia especulativa” (Chancellor, 2000, p. 31), no permite negar la existencia de su rango legal por encima de otros estamentos jurídicos.

Estamos refiriéndonos a la “Manía de los Tulipanes” que ocurrió en Holanda donde “el tulipán se había vuelto tan estándar como un billete del Wisselbank o una acción de la Compañía [Holandesa] de las Indias Orientales (Chancellor, 2000, p. 33), de ahí que “el comienzo de la *tulpenwoerde*, aquello que los victorianos llamaban *tulipoania* (“tulipanomanía”), se asocia con el ingreso en el mercado de los tulipanes, en 1634, de gente que se sentía atraída por anécdotas sobre la elevación del precio de los bulbos de tulipán en París y el norte de Francia” (Chancellor, 2000, p. 33).

Especialmente el valor de la *Semper Augustus* registró hasta el trescientos por ciento de su valor inicial, de 2000 chelines a 6000, aunque su valor original fuera de «200 ases», luego, una libra amarillo Croenen, que se vendía a 20 florines, se elevó a 1200 en semanas. La especulación con la información relacionada a éste producto fue de tal potencia que su adquisición podía estar

valorizada en una remuneración anual de un trabajador promedio. El fin de esta crisis de especulación -del *Windhandel*- ocurrió el “3 de febrero de 1637, el mercado de los tulipanes se desplomó”. En tales casos, tener a bien considerar el ámbito de protección a la especulación sin reparar en cuanto a sus diferencias con la transparencia y confianza del inversionista en la Bolsa de Valores de entonces.

Sin embargo, después de la crisis bursátil de 1351 en Italia y 1609; 1637 en las Provincias Unidas (Holanda), sin llegar a 1723 o 1929, en 1720 la historia padece una nueva gran etapa de especulación y de operaciones en corto que ahora se relacionan con Inglaterra como temprana sucesora de Amsterdam mediante la South Sea Compañy, conocida como la crisis del *Mar del Sur*.

En efecto, en Londres “entre 1698 y 1700, la Bolsa de valores que se encontraba en la Royal Exchange, se instaló enfrente, en la célebre Exchange Alley” (Braudel, 1984, p. 79). Es por ello por lo que “el surgimiento del mercado de valores de Londres fue una de las muchas innovaciones de la Inglaterra de fines del siglo XVII – conocidas como la Revolución Financiera -que coincidió con la Revolución Gloriosa de 1688, cuando el stadtholder Guillermo de Orange arrebató el trono a su suegro católico, Jacobo II” (Chancellor, 2000, p. 51). Cierta sector de la dogmática penal no ha razonado en virtud de este escenario histórico.

Tomemos atención del dato ofrecido. Las referidas innovaciones son, antes bien, una adaptación de las que surgieron en Italia, Bélgica y Amsterdam, por ejemplo: “empréstitos (en 1693), que creó luego lo que se conoció como “Deuda Nacional”, la fundación del Banco de Inglaterra con permiso de emitir papel moneda (1694)...” (Chancellor, 2000, p. 51).

Pues bien, sucedía que: “La propiedad de acciones de las compañías con cédula -East India (“Indias Orientales”), Royal African y Hudson’s Bay- se

concentraba en pocas personas ricas” (Chancellor, 2000, p. 54). Básicamente, la estructura de gobierno estaba bajo el mando de la sociedad burgués.

Pero, al mismo tiempo que Inglaterra implantaba a su mercado de valores el empréstito, paralelamente la East India Compañy (EIC), es decir, la Compañía Británica de las Indias Orientales, no pudo pagar un impuesto sobre el valor de sus acciones. Es claro, tomando en cuenta datos correctos, que en 1711 “se creó la South See Company, para encargarse de más de diez millones de libras esterlinas de deuda del gobierno, la cual convirtió en a sus propias acciones” (Chancellor, 2000, p. 82). La acción consignada refleja una similitud comercial a las que en su oportunidad fue emprendida por la Compañía Holandesa de la Indias Orientales, con la diferencia que alcance tuvo una aparición tras casi un siglo después.

Es de esta manera, repetida en 1719, que se obtendría el monopolio sobre las colonias de «América Hispana». Paralelamente. John Law se constituye como el arquitecto y responsable de la especulación de Mississippi Company en 1720 en Francia. El gran estado bursátil que generó Mar del Sur produjo que el valor de otras acciones remontara: “la Compañía de las Indias Orientales fue de 100 a un pico de 445, Royal Africa de 23 a 200, y Million Bank de 100 a 400. La capitalización total del mercado de valores londinense se elevó a más de 500 millones de libras en su pico del verano de 1720, cien veces la cifra de 1695” (Chancellor, 2000, p. 95).

No casualmente la peste bubónica del Báltico y de Marsella influyeron durante esta época bursátil. De ahí que “el furor popular ante el colapso de Mar del Sur no tenía parangón en la historia inglesa” (Chancellor, 2000, p. 113), luego, “ese furor se dirigía contra los directores de la compañía (Chancellor, 2000, p. 113). Bajo este contexto “el Parlamento aprobó una ley para confiscar las ganancias que los directores de la compañía habían obtenido en 1720. Recaudaron más de dos millones de libras, incluidas 96.000 libras de la finca

de Edward Gibbon” (Chancellor, 2000, 113). Hablamos del Parlamento inglés respecto a las Compañía Británica, sin duda, no Compañía Holandesa.

Este hito marca un aspecto jurídico que prohíbe utilizar operaciones en corto en territorio de Londres en 1720, pero de ninguna forma una acción relacionada a la Compañía Holandesa de las Indias Orientales. El referente es, en cambio, la Compañía Británica de las Indias Orientales – la East India Company (1600;1711;1719). Coincidimos en que: “Quizás haga falta volver insistir en que la especulación se produce también sobre los Exchequers bills (los pagarés del Tesoro) y los Navy bills, así como sobre las acciones de unas sesenta compañías (de las que el Banco de Inglaterra y la Compañía de las Indias, reconstruida totalmente en 170, están en primera fila)” (Braudel, 1984, 82). El apartado señalado ha dejado en claro que la East India Company es independiente al rubro comercial del desarrollado por las de Países Bajos.

En definitiva, se trata de la East India Company, no de la VOC, como se afirma en otras investigaciones para relacionarse a un errado origen del uso indebido de información privilegiada a 1723. «*The East India Company was the main point*», escribe Defoe. Por demás, el preponderante rol de Sir John Barnard está sujeto a la *East India Company*, y la “denuncia” sobre las especulaciones bursátiles tendría lugar en la dación de una nueva ley en 1734 para prevenir y sancionar las operaciones en corto y al descubierto.

Del examen sobre el origen y la evolución histórico normativa que el delito de iniciados ha tenido en Europa, podemos advertir que se trata de un fenómeno de carácter bursátil. Lo importante radica en éste punto, a diferencia de lo que algunos omiten, pues nuestro aporte unifica los aspectos político criminales (origen y evolución) y criminológicos, con el objetivo de dar una respuesta solvente al bien jurídico penalmente protegido y demás elementos normativos del uso indebido de información privilegiada. Éste delito, relativo al Mercado de Valores en la actualidad, no está desligado de lo que la Bolsa significa.

5.2. ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE RESULTADOS. ANÁLISIS DOGMÁTICO DEL TIPO PENAL DEL USO INDEBIDO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL PERÚ

Desde la teoría de la pena el tipo penal de *insider trading* es notoriamente insatisfactorio. Sin duda porque el art. 251-A° del CP no tiene un efecto motivador, tampoco intimidatorio, al no regular la publicación de la sanción en el Diario Oficial El Peruano. La modificatoria incorporada en lo posterior no ha supuesto una variación o cambio de rumbo de lo existente.

Al respecto, recordemos que “no tiene mucho sentido amenazar los delitos socio-económicos con multas, pues los delincuentes económicos o de cuello blanco” pueden considerar dicha pena como un riesgo económico de la operación realizada” (Zugaldía, 1991, p. 72), por ello es que “parece más adecuado conminar esos delitos con penas privativas de libertad de corta o mediana duración que tiendan (...), no a la resocialización del autor (normalmente innecesaria para esto delitos) sino directamente a la intimidación general y a la admonición individual (Zugaldía, 1991, p. 72).

Por otro lado, la reparación del daño debe ser resuelta acudiendo a las bases generales del derecho penal y procesal penal, en la medida que el tipo no ha cubierto dicho vacío. El Código Penal no resuelve éstas cuestiones, por lo que ésta investigación debe valerse de otros elementos para dicho fin interpretativo. En el medio peruano nuestro legislador muestra, en cierto grado, desinterés o desconocimiento por cerrar las brechas existentes. El bajo índice de sentencias referidas al *insider trading*, evidencian que no constituye un tema central por discutirse. Lo mismo ocurre en el ámbito administrativo.

En general, el concepto de la dogmática suele ser diverso, pero solo a través de ella se otorga seguridad jurídica y predictibilidad al ciudadano respecto de los tipos penales durante su formación y aplicación en la realidad social.

5.2.1. TIPICIDAD OBJETIVA, NATURALEZA JURÍDICA Y CONSUMACIÓN. ESTADO DE LA CUESTIÓN

A) PLANTEAMIENTO ESPAÑOL

La doctrina de éste continente menciona que: “en la mayoría de casos el iniciado procurará obtener ganancias o evitarse pérdidas mediante la ejecución de operaciones ligadas al conocimiento privilegiado de ciertos datos no disponibles a los demás inversores” (Vega, 2014, p. 184).

Por ello, en la acción típica: “se recoge una doble modalidad: por un lado, la de usar personalmente la información; por otro, la de suministrar la información de un tercero” (Muñoz, 2017, p. 461). En realidad, la doctrina señala que, para estos efectos, la idea del suministro resulta «redundante» (Corcoy; Mir, 2011, p. 630). Es inaceptable la omisión para estos casos.

Aún más: “dado el concreto ámbito bursátil al que está dirigida la prohibición del artículo 285 CP nuevamente habrá que tomar en cuenta las disposiciones de la LMV” (Vega, 2014, p. 187). Precizando esta postura: “Lo realmente esencial, es significar la necesaria ruptura de los vínculos de lealtad y fidelidad del sujeto derivados del disfrute de su posición privilegiada en el mercado de valores” (Quintero, 2005, p. 868).

Otro aspecto típico es si, atendiendo al elemento oneroso, es posible incorporar como típica la transacción a través de permutas. Se acepta su persecución pues: “al igual que en las operaciones de compra-venta, con la permuta también se lesiona el bien jurídico protegido en el delito de iniciados” (Vega, 2014, p. 187). No se trata de una respuesta contundente, en tanto se recurre al fundamento abstracto del bien jurídico sin especificar la base actuante que lacera su funcionamiento en sede penal. En ese mismo sentido: “Es notoria la ausencia de un concepto de información privilegiada, y no se

perfilan los contornos de ninguno de los elementos relacionados con la actividad bursátil, tales como «valores», «instrumentos negociables», «mercados oficiales de valores» o «cotización» (Arroyo, 2007, p. 633). De allí que el Derecho Administrativo complementa el vacío normativo restante.

Por tanto: “la conducta se consume mediante la ejecución de alguna operación relativa a valores, consecuencia lógica del uso de la información (Arroyo, 2007, p. 615). En ese sentido: “Las conductas típicas pueden consistir en usar de alguna información relevante, esto es “negociar” ... (directamente o por persona interpuesta) con la cual se tenía un deber de reserva, comprando o vendiendo títulos valores de forma ventajosa por poseerla” (Corcoy; Mir, 2011, p. 630).

Ahora bien, atendiendo a la tipicidad mixta que contiene el delito de iniciados, la doctrina ibérica indica que: “El Código Penal añade a la realización de operaciones, el suministro de información a terceros, pero este suministro debe ser algo más que una simple recomendación de operar en el mercado” (Arroyo, 2007, p. 615). En ese sentido, la descripción del beneficio o perjuicio, sentencia el mismo autor: “no permite considerar ... como condición objetiva de punibilidad” (Arroyo, 2007, p. 616), y solo, por el contrario, lo será el *quantum* pecuniario.

El delito de iniciados, por tanto, es un: “delito de peligro, que se consume con el sólo uso de la información privilegiada, no siendo necesario el beneficio o perjuicio como resultado típico” (Corcoy; Mir, 2011, p. 631). Sin embargo, se dice de igual forma: “Son auténticos resultados que deben ser abarcados por el dolo” (Bajo; Bacigalupo, 2001, p. 527).

Sobre las condiciones objetivas de punibilidad, Arroyo sostuvo con anterioridad que la sanción de infracción en sede administrativa constituiría un aspecto de importante incorporación. Así, señaló: “sí me parece que se puede

adelantar que la idea de condicionar la punibilidad de una conducta a la realización previa de una infracción administrativa es una alternativa interesante en un sistema penal inspirada en el principio de descriminalización” (Arroyo, 1995, p. 58).

No se castiga, siguiendo a éste autor, la mera «repetición», sino la reiteración delictiva. Esta fórmula, es denominada como «acumulación» por el Derecho Penal francés, cuya doctrina precisa, sin embargo: “La acumulación en el castigo no deja entonces de plantear problemas. ¿Puede sancionarse dos veces el mismo hecho?” (Giudicelli-Delage, 1995, p. 407). La interrogante está planteada en visión del principio del *ne bis in ídem*, cuya atención ya hemos ocupado en el exordio de ésta investigación, sin perjuicio de ello, el examen del mismo será realizado con incidencia dentro de la definición del bien jurídico protegido.

Lo inestable en las posiciones sobre la tipicidad objetiva, tienen la misma connotación cuando se define la naturaleza del delito de información privilegiada. En este punto, la doctrina encuadra al *insider trading* como “delito especial propio, ya que el precepto sólo considera autor al que «de forma directa o por persona interpuesta» haya tenido acceso a la información relevante «con ocasión de su actividad profesional o empresarial»” (Polaino, 2011, p. 178). Entonces: “El tipo del art. 285 contiene, pues, un delito especial propio” (Martínez-Buján, 2005, p. 298).

La conexión profesional o empresaria por parte del sujeto activo viene a configurarse como: “el *insider* propiamente dicho” (López, 2005, p. 341). Otro sector, aunque minoritario, advierte contra esta posición, empero, que: “La conducta punible puede ser cometida por parte del verdadero “insider” y del considerado “*Típee*”; o sea, el tercero al cual el “Insider” transmite la comunicación confidencial” (Herrero, 1992, p. 96).

Es un caso, sin duda, en donde: “solo el obligado legal o contractualmente a guardar reserva puede cometer este tipo” (Corcoy, 2004, p. 733). La profesora Mirentxu, junto al emérito profesor Santiago, señalan que: “sujetos activos de este delito (especial propio) sólo puede serlo el *que haya tenido acceso reservado con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial*” (Corcoy; Mir, 2011, p. 630). En este punto, el círculo de autores ha adquirido una connotación restringida y de acceso cerrado.

De modo tal: “quedan excluidos del tipo, lo outsiders o tippees (aquellos que han accedido a la información de manera casual o, en todo caso, de manera no profesional) o los receptores secundarios (cónyuges, amigos de los receptores internos primarios)” (Corcoy; Mir, 2011, p. 630). El uso indebido se da en casos de persona interpósita.

Se declara, de este modo, que: “aunque en el art. 285 no se exige ninguna cualidad especial y, por tanto, puede ser sujeto activo de este delito cualquiera, se produce una restricción del círculo de los posibles autores a los que hayan tenido acceso a la información reservada” (Muñoz, 2017, p. 460). Tal política se ha venido imponiendo respecto a quienes indican: “Desde el punto de vista del art. 285.1 del Código penal cualquier persona puede ser sujeto activo de este delito” (López, 2005, p. 363).

Igualmente, explica Buján Pérez en la obra del profesor español González Cussac que: “El círculo de posibles sujetos activos solo abarca aquellas personas que «hayan tenido acceso reservado (scil., a la información relevante)...»” (Cussac, 2016, p. 470).

Sin embargo, al comentar el Proyecto del Código Penal de 1992 la lectura no era la misma: “Lo primero que debe advertirse es que no se constituye el delito como especial, sino que incrimina a cualquier que usare la información privilegiada” (Arroyo, 1995, p. 58).

Hemos mencionado que en el Código Penal español se encuentran dispersos términos comunes en visión de la información privilegiada, ocurre en el artículo 284, 285 y 442. Sin duda el precepto 285 es el que propiamente desarrolla la tipicidad bursátil.

Ello ha sido viene siendo afianzado por la doctrina, que tiene a bien indica: “Del ámbito de los sujetos activos hay que eliminar aquéllos que responden por el tipo especial previsto en el art. 442, es decir, las autoridades o funcionarios públicos que conozcan la información privilegiada por razón de su oficio o cargo” (Muñoz, 2017, p. 460).

Sobre la aplicación del delito de iniciados fundamentado en información relevante, la crítica está orientada en su alcance restringido. Así, la objeción se delimita según lo que sigue: “el concepto de información relevante es más parco, ya que solamente exige, por un lado, que la información pueda afectar a un inversor razonable ... y, por otro, que ... pueda incidir de forma sensible en las cotizaciones” (Vega, 2014, p. 268). Otra lectura señala la notoriedad de la prescindencia de la determinación de *insider trading* producirá que los objetos materiales y demás sean definidos por las leyes administrativas, es decir, aquellos vinculados con “la actividad bursátil” (Ruiz, 2007, p. 633). La consecuencia entonces viene a ser que: “La Ley del Mercado de Valores completará estos elementos y su definición de información privilegiada del artículo 81.2 LMV es perfectamente válida para la aplicación del tipo penal” (Ruiz, 2007, p. 633), como hemos advertido precedentemente.

Lo que corresponde típicamente en su configuración es: “(1) realizar transacciones o dar órdenes de operación susceptibles de proporcionar indicios engañosos sobre la oferta, la demanda o el precio de valores o instrumentos financieros; (2) asegurarse una posición dominante en el mercado de valores” (Serrano, 2017, p. 2014). Es poco cuestionada la tipicidad objetiva y ciertamente los elementos objetivos del tipo se admiten y

reiteran con leves variables, así, *v. gr.*: “el tener «acceso reservado» a la información, lo que hace de ésta una «información privilegiada»” (Muñoz, 2017, p. 460), lo que comprende, a su vez, de acuerdo al Derecho Administrativo español: “toda información de carácter concreto que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros, o a uno o varios de sus emisores, que no se haya hecho pública...” (Muñoz, 2017, p. 460).

En España, desde sus inicios, la regulación del delito de iniciados trajo consigo, en palabras de la doctrina, la «reaparición» de la prejudicialidad (Arroyo, 1995, p. 59) relacionada con la emisión de un informe por parte de la autoridad competente.

En ese sentido, la doctrina acude al principio de proporcionalidad para fundamentar la legitimidad de esta cuestión prejudicial, e indica: “Esta circunstancia, que creo solo puede desconocerse desde la demagogia, no desnaturaliza el juicio de «merecimiento de pena» de estas conductas, pero sí el de «necesidad» o «conveniencia» de la misma frente a la sanción administrativa” (Arroyo, 1995, p. 60).

Para evaluar el merecimiento y necesidad de pena el engranaje normativo quedará orientado a los fines preventivos de la pena. En efecto, se afirma, como agrega penal que además opera con el fin de: “excluir del ámbito de lo punible aquellas conductas que, aun afectando al bien jurídico y aun siendo merecedoras de pena, sin embargo, no pueden ser eficazmente prevenidas a través del Derecho Penal” (Paredes, 2002, p. 103). La no conminación penal a un determinado hecho repasa en esencia a las condiciones objetivas de punibilidad e instituciones adjetivas que detienen el curso del proceso penal, *v. gr.* cuestiones previas. Sin embargo, esto no implica que el Derecho penal se retire de su carácter material para atender la realización del hecho en el campo procesal.

B) PLANTEAMIENTO PERUANO

Sobre la base de la política criminal europea, los académicos del Perú han ido organizando una línea dogmática sobre el delito de iniciados. El poco examen del *insider trading*, sin embargo, que las calidades científicas de dichas investigaciones sean de similar resultado.

Ahora bien, *sobre el origen*, en el Perú destacado sector doctrinario se ha establecido un punto histórico de errada referencia como el Mercado de Valores y el uso indebido de información privilegiada.

Esto es importante porque a partir de la base que emplean luego se detienen a definir el bien jurídico protegido, la naturaleza jurídica del delito, entre otros elementos del actuar ilícito. Así, por un lado, se sostienen en los sucesos del 1723 (Reyna, 2000, p. 2) o desde 1929 (Reaño, 2002, p. 35); (Chu, 2004, p. 1). Y, por otro lado, se indica que: “el primer antecedente del mercado de valores tal y como funciona ahora, es la constitución de la Compañía Holandesa de las Indias Orientales (East India Company) en 1610, por ser la primera compañía que cotizó acciones y emitió bonos en la Bolsa de Amsterdam” (García, 2016, p. 1705).

Sobre el pilar de dicha información refieren, en cuanto a la *naturaleza y consumación* que: “El delito descrito en el artículo 251-A se consuma cuando el sujeto activo obtiene un provecho o se evita un perjuicio económico mediante el abuso de información privilegiada” (Reyna, 2000, p. 20). El mismo autor peruano concluye que: “si ello no ocurre estaremos frente a un grado inferior de desarrollo del delito, la tentativa.” (Reyna, 2000, p. 20).

Ciertamente, analizar la consumación al margen de la naturaleza jurídica del delito es un despropósito, no solo hermenéutico, sino dogmático. En ese sentido, sobre ambos temas se tocará en lo siguiente. Un primer trabajo, a

cargo de Hurtado Pozo, citando a Böckli y otros señala que -aunque analizando el delito de explotación de información privilegiada en Suiza-: “se puede considerar que, en primer plano, el artículo 161 se orienta a proteger la igualdad de los inversores respecto a las posibilidades de participar en el mercado de valores” (Hurtado, 1995, p. 421).

Y agrega sobre el citado precepto penal suizo que: “...no está destinado a proteger un solo bien jurídico. Al mismo tiempo, pero a nivel diferente protege también la empresa contra la violación del deber de lealtad que tienen las personas informadas en razón de la plaza que ocupan dentro de ésta” (Hurtado, 1995, p. 422). El autor en referencia no lo dice, pero se advierte que asume como una postura en favor del bien jurídico colectivo, supraindividual, a pesar de no dar mayores referencias al respecto.

En este contexto, otro sector manifiesta, primero que: “tratándose de delitos que afectan bienes jurídicos supraindividuales, debe considerarse como sujeto pasivo a la Sociedad, pues la funcionalidad del mercado bursátil se encuentra ligada al sistema socio- económico que adopta la colectividad”. (Reyna, 2000, p. 19).

En el marco de la postura de Reyna Alfaro se admite la tentativa, con lo cual, siendo coherentes con dicho planteamiento, el delito cometido tendría que ser de resultado. Por ello, tal vez, menciona: “necesario es que el empleo de dicha información produzca beneficio o evite perjuicio de carácter económico al autor de la infracción” (Reyna, 2000, p. 19). Sin embargo, García Caveró refiere sobre ésta posición: “El resultado requerido por el tipo penal de uso de información privilegiada no es de peligro concreto” (García, 2016, p. 1733).

De la misma manera, manifiesta que el delito de *insider trading*: “no es de peligro concreto, sino de lesión, pues la modificación de realidad exigida conlleva la falta de un uso igualitario de la información relevante en el mercado

de valores” (García, 2016, p. 1733). Previamente había expuesto que: “no es posible sostener que el delito bajo análisis sea un delito de merca conducta, por lo que lo acertado es calificarlo, más bien, como un delito de resultado” (García, 2016, p. 1733).

Ahora bien, sin oponerse a su posición antecedente, precisa la existencia de tres momentos para conocer la consumación del delito de iniciados: “el momento en el que el agente da la orden de adquirir o vender, el momento en el que se ejecuta la orden o el momento en el que se verifica el beneficio tras la operación realizada” (García, 2016, p. 1735). Por ello, por calificarlo como delito de resultado o lesión es coherente al plantear la admisión de tentativa.

En cuanto al círculo de autores, es decir, sobre *autoría e intervención* en la doctrina nacional precisa Reyna Alfaro con extenso análisis: “La descripción del delito de uso de información privilegiada permite considerar como sujeto activo a cualquier persona natural que realice la conducta típica, no se exige la existencia de algún tipo de relación o vínculo entre el sujeto y la información empleada, así resultan punibles tanto las conductas del intraneus – insider - como la de extraneus – tipper-“ (Reyna, 2000, p. 19).

No es tarea sencilla interpretar las posiciones asumidas, sin embargo, podemos señalar que, respecto al autor que nos antecede, se ha decantado por una defensa de los bienes jurídicos supraindividuales, aunque sin cuestionar por qué no basta con proteger solo un bien jurídico penal.

Así mismo, aunque no lo define, debemos de inferir que la lectura que da al tipo en cuestión sería un delito común. Esta última posición es la que sume igualmente el profesor Percy García al manifestar: “La redacción típica del delito de uso de información privilegiada lo pone como un delito común, pues no exige ninguna calidad o circunstancia especial para poder ser autor del delito” (García, 2016, p. 1720).

Sin embargo, agrega: “Por lo tanto, el delito de uso de información privilegiada es claramente un delito de dominio” (García, 2016, p. 1723). No obstante, al referirse a la agravante contenida en el párrafo segundo acepta que se trate de un «delito de infracción de deber» (García, 2016, p. 1739).

Lo expuesto supone una posición mayoritaria en favor de definir al delito de iniciados como un delito cuya naturaleza típica es de lesión, es decir, que está estructurado como un ilícito de resultado. La conducta depende de un resultado material, así y, por tanto: “acertada la configuración del abuso de información privilegiada como un delito de resultado material respecto al objeto con función representativa, cuya lesión genera una situación de peligro concreto para el funcionamiento del mercado de valores” (Reaño, 2002, p. 100).

Debemos de advertir que su postura tiene que ver con lo propuesto por Bramont- Arias Torres y García Cantizano quienes deducen que: “si bien se trata de un delito socioeconómico la terminología empleada por el legislador tiene un contenido netamente patrimonial” (Reaño, 2002, p. 95), aunque termina por rechazar dichos planteamientos. De allí que finalmente indique Reaño Pescheira, si bien el daño característico del delito de iniciados debe apreciarse en términos supraindividuales, cuya consecuencia es delimitarlo como un tipo de resultado lesivo: “...para el objeto representante (las expectativas de lucro de las inversionistas) del bien jurídico colectivo, y un tipo de peligro abstracto –no abstracto- para el bien jurídico mediato (...)” (Reaño, 2002, p. 95-98).

El mismo autor precisa que, por aplicación de la cláusula de extensión de la autoría contenida en el artículo 251º-A y en virtud de la teoría de la participación en los delitos especiales: “los iniciados casuales y todos aquellos sujetos que no posean la titularidad de los deberes de confidencialidad y abstención con respecto a la información privilegiada que poseen, pueden ser

sancionados por la comisión del delito del *insider trading*” (Reaño, 2002, p. 156).

Tomando en cuenta lo anterior, sobre las personas que no posean vínculos de parentesco con iniciados primarios, debe tenerse presente que: “la restricción de la titularidad de los deberes extrapenales de confidencialidad y abstención –como criterio de determinación de la autoría en nuestro modelo punitivo- no impide imputarles responsabilidad penal por el delito de *insider trading* a título de partícipes” (Reaño, 2002, p. 153). De esa manera los intervinientes no ven limitada la posibilidad de responder penalmente ya sea como inductor o instigador, cooperador necesario o cómplice primario, o como cómplice secundario o cooperador no necesario.

Ahora bien, respecto al accionar delictivo se indica: “la conducta típica consiste en usar una información privilegiada para obtener un beneficio o evitarse un perjuicio económico (“uso operativo)” (García, 2016, p. 1723). Al igual que en la legislación española, el profesor peruano comprende que nuestro legislador ha convenido en completar el delito de iniciados con el Ley del Mercado de Valores.

En ese sentido, se excluye el *tipping* y el *tuyautage*: “por lo que su incidencia será estrictamente administrativa” (García, 2016, p. 1724), al igual que el *scalping* - adquirir valores a precios bajos para cotizarlos en bolsa gracias al prestigio personal -.

Caso contrario, el autor sí admite la persecución *del fron-running*, es decir, aquella acción ejercida por el intermediario respecto a información privilegiada del cliente, así como supuestos en los cuales se obtenga información privilegiada durante un *due-diligence* para realizar una operación distinta a ésta y el *non-trading*.

C) TOMA DE POSTURA. TESIS

Como se ha dicho, estamos frente a un delito cuya *naturaleza jurídica* es de peligro concreto, de puesta en probable lesión del bien jurídico penalmente protegido en sede bursátil, caracterizado por el *acceso democrático a información bursátil*. En definitiva, somos concluyentes al decir que: “conceptualmente, sin información privilegiada no existe iniciado (Giudicelli-Delage, 1995, p. 402). Un caso en específico, *v. gr.*: “Estratégicamente, una oferta pública de adquisición de acciones requiere que su lanzamiento sea preparado en secreto, pues de otra manera el precio de las acciones de la empresa que va a ser adquirida puede alzarse de forma espectacular” (López, 2005, p. 335).

El ordenamiento peruano no prohíbe las operaciones en corto, que erradamente denuncian autores nacionales y extranjeros (cfr. Reglamento de Operaciones en Rueda de Bolsa de la Bolsa de Valores de Lima, aprobado por Resolución CONASEV Nro. 021-99-EF/94.10, modificado por Resolución SMV Nro. 008-2015-SMV). La *naturaleza jurídica* prevista en el artículo 251-A es de peligro concreto, pues el bien jurídico protegido se colige del propio tipo penal.

En esa línea de argumentación, el *insider trading* es un: “delito de peligro, que se *consume* con el sólo uso de la información privilegiada, no siendo necesario el beneficio o perjuicio como resultado típico” (Corcoy; Mir, 2011, p. 631), pues el beneficio o perjuicio forman parte ínsita al delito de iniciados. Sobre el particular, podemos advertir -con mayor precisión- que el delito de iniciados es de peligro porque es: “entendido como perturbación de las condiciones jurídicamente garantizadas de disposición segura sobre los bienes, es un daño *sui generis* que debe distinguirse de la lesión de bienes jurídicos” (Kindhäuser, 1995, p. 451).

Sobre el momento de consumación: “Al tratarse de un delito de peligro, no pueden ser posible las formas imperfectas; esto es, no es posible la tentativa” (López, 2005, p. 366). Ciertamente, conforme a nuestro planteamiento, resulta convincente afirmar que, como delito de peligro, guarda relación con la teoría finalista del delito, en la medida que: “la dirección finalista se extiende a la ejecución exterior de la acción misma, de modo que el “resultado” de la dirección finalista puede agotarse en la actividad simple: cabalgar, hacer gimnasia, bailar, patinar” (Welzel, 1951, p. 22).

Para éstos casos, no debe de olvidarse que lo propuesto: “es la consideración del dolo como “componente esencial” de la propia acción” (Herzberg, 2008, p. 18) y, en ese sentido, «el perjuicio evitado» o «la obtención del beneficio», de conformidad con lo previsto por el tipo penal peruano tienen un carácter típico y normativo que no condicionarán su persecución a nivel preliminar.

Por demás: “el hecho de que muchos de los movimientos de los movimientos de nuestro cuerpo están automatizados, debido al ejercicio continuo, la dirección finalista de una acción no es restringida, sino, por el contrario, ayudada” (Welzel, 1951, p. 22). Y, en ese sentido: “el desvalor del resultado puede faltar en el caso concreto sin que desaparezca el desvalor de la acción, por ejemplo, en la tentativa inidónea” (Welzel, 2004, p. 109). El finalismo de los años 30 y su aguda discusión durante los sesenta y setenta, tiene aún vigencia para el Derecho de América del Sur, sino además para España mismo.

Aunado a lo expuesto, constituye un *delito especial propio* que, sin perjuicio de ello, puede ser compatible con la teoría de los delitos de infracción de deber, cuya base es la ejecución de una *acción finalmente apoderativa*, pues, en síntesis: “se trata de una persona que posee información privilegiada y se aprovecha de ella” (López, 2005, p. 341). El *autor delicti* se conduce ilícitamente hacia el delito de iniciados en base a una orden o información de

naturaleza bursátil. Es decir: “la causación del resultado, separada en su contenido de la persona del autor (la lesión de bienes jurídicos), no agota lo injusto; la acción es antijurídica solamente como obra de un determinado autor” (Welzel, 1956, p. 70). Empero, respecto a la limitación de sujetos brindada por el segundo párrafo del artículo 251-A, con la finalidad de dar respuesta al acápite formulado, debemos acotar que la órbita de sujetos idóneos para ser autores, es coherente con la consideración de un tipo penal como delito especial propio no solo bajo una razón exclusivamente sostenida en su estructura formal, sino que, además: “como delito de infracción de infracción de deber, despliega sus efectos a nivel de las estructuras materiales de imputación” (Reaño, 2010, p. 12).

En ese mismo sentido, debemos de rechazar la intención conceptualizar al delito de *insider trading* como delito común, pues básicamente el tipo penal comprendido en el artículo 251-A° del Código Penal requiere de una complementación con la Ley del Mercado de Valores. No sólo porque allí se define a los llamados autores del delito, sino porque en dicho instrumento accesoria se definen a los posibles intervinientes en el hecho criminal. En, efecto, el arco delimitado de personas que podrían manejar indebidamente esa información privilegiada y que adquieren tal situación jurídica son: “(a) Los directores y gerentes del emisor y de los inversionistas institucionales, así como los miembros del Comité de Inversiones de estos últimos, en su caso; (b) Los directores y gerentes de las sociedades vinculadas al emisor y a los inversionistas institucionales;” (Decreto Legislativo Nro. 861, artículo 41). Y, además: “(c) Los accionistas que individualmente o conjuntamente con sus cónyuges y parientes hasta el primer grado de consanguinidad, posean el diez por ciento (10%) o más del capital del emisor o de los inversionistas institucionales” (Decreto Legislativo Nro. 861, artículo 41). Finalmente, no resultando de menor importancia: “(d) El cónyuge y los parientes hasta el primer grado de consanguinidad de las personas mencionadas en los incisos precedentes” (Decreto Legislativo Nro. 861, artículo 41).

Por tanto, sobre la *tipicidad objetiva*, es decir, el comportamiento que lleva hacia adelante el círculo de sujetos es claro que: “existe una relación lógica entre la información y el obrar del sujeto, obra que sólo es explicable (*ex ante*) en un sujeto que tiene en cuenta la información que posee” (López, 2005, p. 363).

Sobre este extremo, definitiva, conforme al modelo político social y democrático que hemos asumido en el Perú y el artículo VIII del Código Penal, el: “comportamiento jurídicamente desvalorado del sujeto no debe seguir una desproporción grosera con el mal que ha provocado” (Urquiza, 2002, p. 194). En ese sentido, la no criminalización de conductas menos severas, que integran en su mayoría de veces el compacto de actos adecuados en la sociedad donde se plasman, no deben valorarse como: “una denominada la dosificación penal inversa como expresión de aplicación mínima de la violencia estatal o del abandono de la pena” (Urquiza, 2014, p. 139).

En ese sentido, el ordenamiento peruano debe tomar en consideración la política criminal europea e incorporar en su régimen administrativo las posibilidades de retrasar justificadamente la comunicación de información privilegiada al público, *v. gr.*, cuando: “tal omisión no sea susceptible de confundir al público y que el emisor pueda garantizar la confidencialidad de esta información” (Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo, artículo 6°), pues en éstos casos, que no requieren un *quantum* económico, por su naturaleza inmanente carecen de capacidad para producir un perjuicio u obtener un beneficio. Es, por tanto, un comportamiento debido, al igual que las recomendaciones por parte de los operadores al *usar* la información privilegiada a efectos de tomar una decisión financiera, esto es: “recomendar a un tercero que adquiera o ceda o que haga que un tercero adquiera o ceda, basándose en dicha información privilegiada, valores admitidos a negociación a negociación en sus mercados” (Directiva del Consejo 89/592/CEE, artículo

3), siempre que sea dentro del ejercicio normal -socialmente adecuado, de su trabajo o profesión.

Colateralmente, en la Ley del Mercado de Valores se definen tres supuestos que carecen de entidad delictiva. El legislador peruano se ha decantado por no incluirlas como relevantes para el Derecho Penal. Básicamente se refieren a posiciones normativas de permisión legal, dentro del riesgo o lo socialmente permitido. El resultado nos sitúa en las “en las acciones liberadas”, que según la Ley son: “acciones que se suscriban en ejercicio del derecho de suscripción preferente establecido en la Ley General de Sociedades, así como los valores que provengan de la condición de usuario de un servicio público o hayan sido adquiridos para fines de desgravamen tributario” (D. Leg. Nro. 861°, artículo 12).

Para que esta situación se logra diferenciar del campo penal o infractor administrativo, se estatuye que, en todo caso, “tales personas deberán abstenerse de participar en las juntas generales de accionistas de las sociedades en las que posean acciones y que se encuentren sometidas al control y supervisión de CONASEV, en referencia a la SMV”.

De este modo, si el uso de información privilegiada se realiza en el aumento de capital por nuevos aportes, que es cuando los accionistas tienen derecho preferencial para suscribir, a prorrata de su participación accionaria, las acciones que se creen, la acción que conducen no está prohibida por el derecho penal y se persigue según su orden fundamental. Ello conduce, sin embargo, a definir qué se ha tratado hasta ahora sobre información privilegiada, acción que será realizada dentro del objeto material en éstas conclusiones. Asimismo, la tipicidad objetiva requiere que el objeto material «sea capaz de influir en la liquidez», «el precio» o «la cotización de los valores emitidos» (D. Leg. Nro. 861, art. 40°), por lo que dichos conceptos serán aterrizados en sus respectivos apartados.

5.2.2. BIEN JURÍDICO PROTEGIDO. ESTADO DE LA CUESTIÓN

Con la multiplicidad de normas que hemos detallado en los apartados anteriores se comprueba la ausencia de unidad interpretativa respecto al origen de la información privilegiada y el objeto jurídico de protección ante el uso o explotación indebida de ella. Sobre el particular, la constatación de una completa y acabada regulación no parece establecerse con prontitud. En síntesis, asentamos nuestra posición desde el agotado recuento de los aspectos históricos sobre la Bolsa.

Los Códigos Penales de los países integrantes de la Unión Europea han ido transformando sus disposiciones de un modo tal que se han visto alteradas las perspectivas de los dogmáticos. Ese punto en común coincide a su vez con los planteamientos que se han establecido sobre el bien jurídico protegido en campo penal. Al transitar dentro del Derecho Penal y su fuerza coercitiva, el bien jurídico funciona como un límite a su aplicación. Sin un bien jurídico que resguardar en sede punitiva, el Derecho Penal, en su faceta objetiva, pierde referencias respecto de las normas que lo constituyen en visión del delito y las normas que dicha índole proclama.

Es verdad, como se afirma, que: “No existe ningún contenido genuino de las normas penales, sino que los contenidos posibles se rigen por el respectivo contexto de la regulación” (Urquiza, 2003, p. 287). Un Derecho Penal seguro necesita de un contexto seguro. Esa seguridad transita a través del baremo del principio de legalidad, de necesidad y de determinación de los tipos normativos, y en su exteriorización se formará una decisión de raigambre política, pero en “esa decisión el Estado no es neutral” (Bustos, 1997, p. 59), lo que abre espacio para neutralización desde el pilar dogmático.

El contexto que nosotros asumimos para definir el bien jurídico materialmente protegido, está centrado en base al origen y evolución histórico de lo que se

ha venido considerando como *insider trading*. Hemos decidido colocar en ésta tarea al origen de la información privilegiada, pues solo a partir de éste es posible explicar qué función y misión persiguen quienes intervienen dentro del sitio bursátil. De allí que se deba tomar en consideración que en “*Le Nouveau Négociant* de Samuel Ricard, en 1686, define la Bolsa como el «lugar de encuentro de banqueros»” (Braudel, 1984, p. 72). Las expectativas sociales del marco bursátil no pueden alejarse de ésta definición conceptual, cuya “palabra vendría de la ciudad de Brujas, donde estas reuniones se celebraban «cerca del Hotel de Bourses, así llamado por un señor de la antigua y noble familia van der Bourse, que lo había hecho construir y que había adornado el frontispicio del escudo con sus armas, cargado de tres bolsas... (Braudel, 1984, p. 72). El impacto de lo conceptual y terminológico trasciende hasta la definición del bien penal jurídico protegido.

Si el bien jurídico debe ser descubierto, el descubrimiento enlaza con el factor espacio-temporal. Luego de la llamada decadencia de las ferias del siglo XVI, a “principios del siglo XVII, el nuevo centro del mundo será pronto, a continuación, la Bolsa de Ámsterdam: una forma, un mecanismo ha triunfado sobre el otro” (Braudel, 1984, 69). La finalidad: la organización independiente del comercio, pues “las Ferias y las Bolsas no dejan de estar en el centro de la gran vida mercantil” (Braudel, 1984, 57).

Sin perjuicio de lo expuesto, la bolsa y el mercado de valores transitan históricamente desde Italia hacia Bélgica, Holanda e Inglaterra. Ya hemos detallado que “a principios del siglo XVII, la novedad consiste en la implantación en Amsterdam de un mercado de valores” (Braudel, 1984, p. 74) y el frenesí especulativo que se desemboca dentro de sus puertos que cierran la vista al mar donde solo se percibe como horizonte las velas de sus magnánimas embarcaciones y amplios almacenes mercantiles. Pero: “¿Cuándo comienza ese comercio al por mayor? ¿Tal vez en Amberes, en tiempos de Ludovico Guicciardini (1567)?” (Braudel, 1984, p. 69). Del modo

expuesto, la actividad económica «aprovechan su crédito o lo padecen» y “Venecia no es la única, tampoco Amberes; y tampoco lo será Amsterdam” (Braudel, 1984, 11). Amberes es un importante referente para el mercado de valores, así lo hemos sostenido. Ahora toca volver al tema de Amsterdam, en donde toma una gran escala el asunto que nos avoca.

Lo que ocurre es que “en Amsterdam, bajo los pilares de la Bolsa, que es un resumen del universo mercantil, se oyen todos los idiomas del mundo” (Braudel, 1984, 12), pues, “en resumen; los ricos se hacen más ricos, y los pobres más miserables aún, pues el mal eterno de las ciudades capitalistas con excesiva tensión es la carecía, para no decir la inflamación sin tregua” (Braudel, 1984, 13). Tampoco debe sorprendernos el círculo evolutivo de las economías en las grandes ciudades, porque ello obedece al ciclo del tiempo, así “que Amsterdam sustituya a Amberes, que Londres suceda a Amsterdam o que, hacia 1929, Nueva York prevalezca sobre Londres, se trata cada vez de una enorme masa de historia que oscila, revelando la fragilidad del equilibrio anterior y las fuerzas del que se va a establecer” (Braudel, 1984, 15). Sin embargo, el capitalismo europeo comenzó en Italia en el siglo XIII.

Luego, “el advenimiento de Amsterdam ciertamente no es accidente trivial, la simple transferencia del centro de gravedad de Amberes a Holanda, sino una crisis muy profunda: terminada la decadencia del Mar y de una Italia durante largo tiempo deslumbrante...” (Braudel, 1984, 73-74). Aún más, en la economía de mercado se “atribuye el triunfo Veneciano a una organización capitalista precoz” (Braudel, 1984, 99), como paralelamente el filósofo y escritor Denis Diderot lo reconocía en su tarea enciclopédica. Sin salir de Italia, sabemos que es Florencia a la que se atribuye «la contabilidad por partida doble», «el cheque», prescindiendo de la colaboración notarial para los «seguros marítimos» y, de otro lado, a Amberes el «pagaré». En definitiva, lo relevante será delimitar la denominación y características de las primeras fórmulas bursátiles que dirigieron las economías sociales.

A) PLANTEAMIENTO ESPAÑOL

El Derecho Penal de España tiene posturas de diversos matices y que frontalmente oponen sus fundamentaciones. Por su parte, también ha desarrollado trabajos de primera línea que se vinculan a la que en la presente investigación se defiende. Una primera aproximación y de reciente estructura, plantea que: “el buen funcionamiento del mercado en condiciones de transparencia y con garantía de igualdad de oportunidades para todos los inversores”, constituye el bien jurídico penalmente tutelado (Quintero, 2016, p. 381). Hay una preferencia por no referirse a bienes jurídicos colectivos, en cambio se piensa de «pluralidad de bienes».

Con matices, de dicha postura se advierte que se trata de una posición dual, o dicho de otra forma de naturaleza colectiva respecto al bien jurídico penal, pues el “criterio del correcto funcionamiento del mercado de valores constituye el bien jurídico mediato” o “*ratio legis*” (Vega, 2010, p. 198) y, mientras tanto, “el principio de igualdad de oportunidades” lo dota de contenido inmediatamente (Vega, 2010, p. 198). De esta manera: “ello no impide que el bien jurídico sea la confianza del inversor en el mercado de valores regido por el principio de igualdad de oportunidades” (López, 2005, p. 362).

De allí que se “discuta si se trata sólo de la colectividad difusa integrada por los participantes en el mercado de valores o bien de la colectividad en general” (Polaino, 2011, p. 178). La dogmática extranjera también construye posiciones menos flexibles y más duras, siendo una de ellas la de Gonzáles Cussac, quien sin dubitaciones dice: “Se tutela un bien jurídico supraindividual difuso, que consiste en el correcto funcionamiento del mercado de valores, caracterizado en concreto por el respeto al principio de igualdad de oportunidades de los inversores” (Cussac, 2016, p. 470). Dentro de esta posición se afirma, por tanto, que se: “protege el normal funcionamiento del mercado y la igualdad de inversores y operadores en Bolsa. Estos tipos (arts.

285 y 286) son consecuencia de la Dir. CEE 89/592 y la LMV” (Corcoy; Mir, 2011, p. 630). Como se puede apreciar, tomando dentro de estas consideraciones: “el sujeto pasivo es, pues, un sujeto colectivo (una colectividad difusa de inversores)” (Cussac, 2016, p. 470). En ese mismo sentido: “Sin poder negar la diferencia propia de las normativas americana y europea, qué duda cabe de que existe una ineludible aproximación, probablemente a través del principio de igualdad de armas entre los inversores” (Bajo; Bacigalupo, 2001, p. 525).

Aunque el bien jurídico suele estructurarse en dirección al Mercado de Valores o las derivaciones relacionadas con la Bolsa y los inversionistas, hay también quienes el comportamiento delictivo incide en espacios mayores, por ejemplo, en la economía. Lo señalan así: “es el interés de la economía en general, al hacer peligrar la confianza del inversor y por tanto el funcionamiento del mercado de capitales” (Serrano, 2017, p. 404). Lo que se dice es que, analizando el art. 284.3 del texto penal de España, desde un panorama similar: “el bien jurídico protegido en los delitos que vamos a estudiar aquí es la política económica de precios” (Muñoz, 2017, p. 455). Otros indican: “Nos sumamos a aquel sector doctrinal que entiende la prohibición del uso de información privilegiada como lesión del control o regulación del órgano supervisor del marco que impone, por un lado, la información total al mercado” (Bajo, Bacigalupo, 2001, p. 614).

La posición anterior enfrenta a los pensadores que se decantan por considerar que la acción lesiva al bien jurídico penalmente protegido es de naturaleza «uniofensiva». El mismo autor Vega Gutiérrez sentencia que: “En consecuencia, no estamos frente a un delito pluriofensivo, sino ante un delito uniofensivo que protege el bien jurídico colectivo de la igualdad en el riesgo que suponen las operaciones bursátiles” (Vega, 2010, p. 197). Tanto Vega Gutiérrez como Polaino Navarrete efectúan sus análisis con continuas referencias a la profesora Prieto del Pino y en abono a la visión uniofensiva

se señala: “en mi opinión es más acertado concretar lo que realmente se está amparando por el art. 285 CP es «la justicia informativa de las cotizaciones»” (Polaino, 2011, p. 177). Empero, también hay posturas que, desde una perspectiva más general, consideran y jurisprudencial, el bien jurídico protegido: “se pretende la protección del mercado y los consumidores como bienes relevantes, que tienen incluso un reflejo constitucional en los artículos 38 y 51 de la Constitución” (López, 2016, p. 1670). Aunque en este proceso de fundamentación puede decirse igualmente: “en términos jurídico penales diríamos, que es un delito sin víctima” (Bajo; Bacigalupo, 2001, p. 521).

Es verdad que el profesor López Barja llega a ésta conclusión teniendo en cuenta el desarrollo típico del artículo 284 del CP español y que por tanto se alejaría del contenido típico recogido por el artículo 285, no obstante, consideramos que constituye una referencia importante, pues a pesar de que hay elementos comunes entre el artículo 284 y el 285, sin duda el aspecto bursátil excede al mercado aludido por el precepto que antecede.

En efecto, no minoritariamente la doctrina incluye un desarrollo sobre esta modalidad contenida en el artículo 284.3 y señala: “Se trata de un delito creado por la LO 5/2010, que en realidad se desdobra en dos modalidades conductuales que tienen como elemento común la utilización de información privilegiada” (Polaino, 2011, p. 176).

Además, se subraya que de la propia disposición del tipo penal se exige que: “tan sólo se deberían incluir los supuestos de utilización de información privilegiada de acuerdo con la dicción establecida al efecto en la legislación bursátil en virtud del artículo 81 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores” (Serrano, 2017, p. 403). Se trata, por tanto, como sentencia la doctrina española de un tipo penal que: “pretende proteger una visión democrática del mercado de valores, es decir, la concurrencia de igualdad de todos los inversores” (Muñoz, 2017, p. 459).

B) PLANTEAMIENTO PERUANO

Ahora bien, sobre el particular, la doctrina nacional se inclina por aceptar el carácter colectivo del delito de iniciados, esa claridad no logra trascender al momento de definir el bien jurídico.

Son valiosos, no obstante, los acercamientos que se han formulado, bajo la siguiente propuesta: “pues si bien las conductas de *insider trading* pueden producir beneficios patrimoniales a los sujetos activos del tipo de injusto, la afectación principal se produce en el ámbito del sistema de valores con obvias implicancias sobre la generalidad” (Reyna, 2000, p. 17).

Para el autor en cita se tutela, en primer lugar: “orden socio - económico de nuestra sociedad” y luego el: “bien jurídico protegido en este delito es “el adecuado funcionamiento del mercado de valores”, en tanto constituye, en relación a la “confianza de los inversionistas” (Reyna, 2000, p. 17).

En ese sentido, señala el autor que: “tratándose de delitos que afectan bienes jurídicos supraindividuales, debe considerarse como sujeto pasivo a la Sociedad, pues la funcionalidad del mercado bursátil se encuentra ligada al sistema socio- económico que adopta la colectividad”. (Reyna, 2000, p. 19)

Como se ha precisado anteriormente, un sector manifiesta que: “se puede considerar que, en primer plano, el artículo 161 se orienta a proteger la igualdad de los inversores respecto a las posibilidades de participar en el mercado de valores” (Hurtado, 1995, p. 421). Y agrega sobre el citado precepto penal suizo que: “...no está destinado a proteger un solo bien jurídico.

Al mismo tiempo, pero a nivel diferente protege también la empresa contra la violación del deber de lealtad que tienen las personas informadas en razón de la plaza que ocupan dentro de ésta” (Hurtado, 1995, p. 422).

De otro lado, se tiene en la doctrina del Perú que: “el correcto funcionamiento del mercado de valores” (García, 2016, 1715) constituye el bien jurídico penal objeto de tuición.

En sede más definida desde la óptima funcional - normativista, precisa: “la expectativa de conducta que protege el delito de uso de información privilegiada con la imposición de la pena, es la posibilidad de un uso igualitario de la información relevante en el mercado de valores” (García, 2016, p. 1720).

Como se ha venido desarrollando y como termina por ser visible, la doctrina mayoritariamente se decanta por la necesidad de criminalizar la utilización abusiva de información privilegiada, principalmente: “por el alto grado de dañosidad social que infringen estas conductas, el cual se manifiesta en la inestabilidad del mercado de valores originada por la pérdida de la confianza de los inversionistas” (Peña, 2009, p. 347).

De otro lado, un sector de la doctrina toma diversos flancos para delimitar el bien jurídico y, de esta manera -en primer lugar- señala: “estamos ante un tipo de resultado lesivo para el objeto representante del bien jurídico colectivo (el patrimonio de los inversionistas) y un tipo de peligro abstracto para el bien jurídico mediato (funcionamiento eficiente del mercado de valores acorde con las funciones que desempeña en el orden económico)” (Reaño, 2002, p. 78 y ss). Pero, de modo enfático concluye el mismo autor: “siendo únicamente este último el bien jurídico penalmente protegido.” (Reaño, 2002, p. 78 y ss).

C) TOMA DE POSTURA. TESIS

Ante las disquisiciones doctrinarias advertidas, nosotros mantenemos en nuestra postura que la *acción apoderativa* lacera las posibilidades de *acceso democrático de información bursátil*. No se trata, de un nuevo bien jurídico protegido, tampoco de un cambio de envase, todo lo contrario, la definición asumida tiene un «punto de vista práctico», cuya base es la historia y origen mismo de la bolsa de valores misma.

Respecto a centro nuclear de puesta en peligro del bien jurídico penalmente protegido, tenemos un especial ámbito de competencia institucional, cuya esfera de configuración tiene un efectos gradual entre el autor y el fin protegido por la norma, por el precepto penal, dicho de otro modo: “el sujeto especialmente obligado no sólo está constreñido por el deber general de no lesionar los bienes ajenos, sino que –en el ámbito de los *pflichtdelikte*- está especialmente obligado, por razón de su competencia institucional, a proteger y fomentar la incolumidad de los bienes puestos bajo su esfera jurídica.” (Vega, 2013, p. 211). De este modo, no vemos las incompatibilidades propuestas por los autores extranjeros y nacional es dotar de una condición de doble conexión respecto al bien jurídico que termina posicionándose dentro de una naturaleza especial propio y de infracción de deber.

Como es de verse: “siempre resultará preferible una definición que contenga elementos con una referencia empírica clara a una que no los tenga” (Paredes, 2002, p. 86). Como se puede apreciar en la posición formada, se criminalizan “conductas de aprovechamiento en bolsa” (Quintero, 2005, p. 867). La inmediata referencia cognitiva de la Bolsa de Valores en el delito de iniciados, torna imposible su supresión. Lo expuesto hace compatible el *ius puniendi* estatal frente a la persona y su dignidad, es decir: “sin incrementar

las desventajas en las que puede encontrarse el ciudadano ante el sistema penal” (Urquiza, 2000, p. 20).

Por ello, refrendamos nuestro pensamiento en el sentido de que el orden socioeconómico no puede considerarse como el bien jurídico macrosocial, mediato o supraindividual, pues éste constituye únicamente “un concepto complejo que simplemente cumple una función sistemática y que está integrado por numerosos factores que es necesario individualizar para establecer en cada caso cuál es el bien jurídico macrosocial protegido” (Hormazábal, 1995, p. 196), *mutatis mutandi*, hablar de la protección del Mercado de Valores y de una pretendida transparencia o corrección sería tornar al Derecho Penal más simbólico que antes y de menor eficacia en su represión respecto a los delitos de iniciados. Esto es así, pues: “a las corporaciones, al igual que a los individuos, se les reconoce un *derecho a participar en el proceso de creación y definición de las normas sociales*” (Gómez-Jara, 2006, p. 167).

Se tutela al sector bursátil porque de allí emergen los deberes y responsabilidades que pasan a ser parte de los intervinientes e ideas tales como estabilidad o transparencia no solo forman parte de un reducido sector doctrinario y jurisprudencial, sino que pierden rendimiento en sentido concreto. Si queremos asumir una naturaleza idónea del bien jurídico penalmente protegido es bajo el concepto que aquí defendemos.

Para dicho finalidad: “se utilizan criterios fijos de carácter material, por ejemplo, la “dañosidad social” o “nocividad social”, los cuales indica que las inmoralidades o los hechos nimios no merecen protección penal” (Urquiza, 2003, p. 1055). La aplicación de la dañosidad social está definida como el siguiente modelo: “hace referencia tanto al que se produce a partir de la lógica de acumulación del sistema capitalista, como el que se genera a los sectores mayoritarios, víctimas o sujetos pasivos de los delitos de formación

económico-social” (Baigún; Biscay, 2006, p. 43). Como hemos expuesto, la proscripción de la *acción apoderativa* en el Derecho Penal se sostiene con la finalidad primordial de: “las posiciones de los agentes económicos [no] resulten en la realidad más que notoriamente desiguales” (Paredes, 2002, p. 52). En verdad: “Lo que perjudica a los inversores es no conocer la información que se le oculta. Componente esencial del mercado es la información” (Bajo; Bacigalupo, 2005, p. 521).

Se trata, pues, de que el sistema social y económico que sirve de base para el entramado humano, soporte una carga estable de participación democrática, en la forma y modo en que los demás participantes lo hubieran realizado sin ninguna clase de interferencia ajena al curso normal de las cosas y la: “información” (Ramos, 2002, p. 30). Visto desde otro ámbito: “Cuanta mayor información exista, más fielmente el mercado reflejará la realidad, con lo que se ganará en seguridad” (López, 2005, p. 336).

Esta contradicción es más latente en el llamado Derecho Penal Económico, pues, como se tiene definido en la doctrina: “adolece de un carácter excesivamente genérico e impreciso” (Paredes, 2002, p. 85), básicamente al momento de definir los bienes jurídicos que deben protegerse. No admitimos en ésta investigación la idea de bienes jurídicos mediatos, colectivos difusos, intermedios o supraindividuales, pero si se nos ofrece la posibilidad de definir uno no escogeríamos al Mercado de Valores en su faceta correcta o transparente, por el contrario, tomando en consideración que la *acción apoderativa* lacera las posibilidades de *acceso democrático de información bursátil* como bien jurídico inmediato o intermedio espiritual, el bien jurídico mediato o posterior estaría constituido por: “*la confianza del inversor en la capacidad de funcionamiento del mercado de capitales, en especial la bolsa*” (Otto, 1995, p. 457). En la valoración final tenemos que, solo: “erradicando la manipulación de la información y la especulación injusta con los títulos-valor, [se] conseguirá la confianza en el sistema bursátil” (López, 2005, p. 336).

5.2.3. OBJETO MATERIAL DEL DELITO. ESTADO DE LA CUESTIÓN

A) PLANTEAMIENTO ESPAÑOL

Téngase en cuenta que el: “objeto material ... está expresamente configurado en la descripción típica del artículo 285 del CP, se trata, pues, del concepto de “información relevante” que constituye la esencia del castigo de las operaciones de iniciados” (Vega, 2014, p. 266). En España se advierte, sin perjuicio de lo precedente, que la sistematicidad delictiva del núcleo esencial afronta posiciones divididas. Se señala que: “la delimitación de las informaciones no utilizables en bolsa ha sido ampliamente tratada con distintos matices la doctrina (mercantil, civil, penal y administrativa) y jurisprudencia” (Vega, 2014, p. 266).

Sin embargo, se afirma que de cualquier manera, “la información debe referirse a «valores o instrumentos negociados», es decir, a acciones y obligaciones de sociedades mercantiles, títulos de Deuda Pública, cédulas y bonos hipotecarios, participaciones en Fondos de Inversiones y cualesquiera otros que sean susceptibles de negociación...” (Muñoz, 2017, p. 460). En un sentido no diverso se señala: “el objeto material viene integrado por una «información relevante para la cotización de cualquier clase de valores o instrumentos negociados en algún mercado organizado, oficial o reconocido” (Cussac, 2016, p. 460). También hay un sector doctrinario que rotula la naturaleza del delito de iniciados como uno patrimonial: “cuando en realidad se trata de un delito económico cuyo radio de protección va más allá del ámbito estrictamente patrimonial” (Vega, 2014, p. 188). Por consiguiente, de manera amplia podemos indicar que:

“El objeto material está descrito con gran amplitud, incluyéndose: a) *cualquier clase de valores o instrumentos negociados*, lo que incluye toda clase de instrumentos financieros que incorporen derechos

económicos financieros; b) *en algún mercado organizado, oficial o reconocido, abarcando: los oficiales que incluyen el mercado primario de valores y el mercado secundario (bolsa, mercado de deuda pública anotada, MEEF de renta fija, SA y MEED renta variables, SA)*” (Corcoy; Mir, 2011, p. 631).

El marco extendido, sin embargo, no comprende a los mercados no oficiales, que en buena cuenta significa que: “Solo se excluyen los mercados no organizados” (Corcoy; Mir, 2011, p. 631). El objeto material se relaciona con “el carácter preciso de la información exigido por el art. 285 CP, que se circunscribe el ámbito de los “valores o instrumentos negociados en un mercado organizado, oficial o reconocido” (Vega, 2010, p. 269).

B) PLANTEAMIENTO PERUANO

En el Derecho Penal peruano indica: “El acto material que configura el tipo, en el delito de uso de información privilegiada, es la utilización de información de carácter reservado, de información privilegiada” (Reyna, 2000, p. 19). Sin embargo, como agregado típico el autor refiere que: “el empleo de dicha información produzca beneficio o evite perjuicio de carácter económico al autor de la infracción, por ejemplo: mediante la compra de valores ante el conocimiento de su rentabilidad (obtener beneficio) o mediante la venta de acciones en caso contrario (evitar perjuicio).” (Reyna, 2000, p. 19).

Cuando nos referimos al objeto material, en Perú no se presentan mayores variaciones que las mostradas en el Derecho Penal de España. Sobre el asunto en específico se indica que: “dado que el contexto en el que se usa el término de información es el mercado de valores, debe acudirse a lo que específicamente en ese sector económico concreto se considera información privilegiada” (García, 2016, p. 1727). En tal sentido, será información privilegiada lo que se defina por la Ley del Mercado de Valores. No obstante,

agrega tomando en cuenta la doctrina alemana: “Tampoco hay inconveniente para que la información abarque hechos pasados, actuales e incluso pasados, siempre que su realización se pueda tener objetivamente como segura” (García, 2016, p. 1728).

De igual forma, otro sector agrega que, en la medida que el concepto normativo de información privilegiada se encuentra estructurado a partir de la Ley del mercado de valores ésta comprende: “la información referida a las disposiciones de adquisición o enajenación a realizar por n inversionista institucional en el mercado de valores” (Reaño, 2002, p. 175).

En Derecho bursátil, continúa el mismo autor el concepto de inversionista institucional está relacionado al de Instituciones de Inversión Colectiva, también llamadas Empresas de Inversión, que se definen como (Reaño, 2002, p. 175):

“un conjunto de entidades, con diversas naturalezas jurídicas, que tienen por objeto de adquisición, tenencia, administración y enajenación de una cartera de valores mobiliarios y otros activos, para compensar riesgos y rendimientos mediante una adecuada composición de activos y sin participación mayoritaria en otras sociedades”.

Esta definición, como contenido del objeto material del delito de iniciados, en realidad lo que afirma es la siguiente premisa: “todos los inversionistas, institucionales constituyen agentes <<superavitarios>> que entran en contacto con los agentes <<deficitarios>> en el mercado de valores, cuya interacción está dada por la oferta de valores y demanda de recursos por parte de estos últimos, y la demanda de valores y oferta de recursos de aquellos.” (Reaño, 20002, p. 175). Es decir, se pone en evidencia que hay un grupo de personas que intervienen y que son especializadas en el manejo de tales recursos, mientras que otras no cuentan con dicho estatus.

C) TOMA DE POSTURA. TESIS

En todo caso, como con acierto en este aspecto asume la doctrina mayoritaria, para definir el objeto material nos vemos obligados a remitirnos a la normatividad que ofrece el Mercado de Valores.

No obstante: “conviene recordar que en Derecho penal ello supone, al propio tiempo, también una explicitación de la necesidad de efectuar una restricción teleológica del tipo en sede de la imputación objetiva del resultado” (Martínez-Buján, 2005, p. 297).

Ahora bien, el tipo penal requiere que el objeto material «sea capaz de influir en la liquidez», «el precio» o «la cotización de los valores emitidos» (D. Leg. Nro. 861, art. 40°), sin embargo, éste no debe ser entendido únicamente bajo teorizaciones abstractos sin contenido real y de aplicación pragmática. Para estos efectos, se requieren mínimamente de dos elementos concurrentes, más allá de las disposiciones administrativas.

En primer lugar, que: “Semejante relevancia deberá constatarse con criterios objetivamente objetivos, pero de acuerdo con el conocimiento que poseía el agente en el momento en que utilizó la información privilegiada” (Martínez-Buján, 2005, p. 298).

Y, en ese mismo nivel, la doctrina viene admitiendo cada vez más que a efectos de determinar la «relevancia» de la información resulta imprescindible establecer una tarifa porcentual: “sugiriéndose al efecto un límite mínimo del 5% en la variación del precio base; dicho de otra forma: si los precios sufren una variación de al menos el 5% estaremos ya frente a una información relevante” (Vega, 2014, p. 282-283).

El concepto de información privilegiada, está referido a: “cualquier información referida a un emisor, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos o garantizados, no divulgada al mercado; y cuyo conocimiento público, por su naturaleza, sea capaz de influir en la liquidez, el precio o la cotización de los valores emitidos” (D. Leg. Nro. 861, artículo 40). Además comprende la información reservada dispuesto por el artículo 34° de la Ley del Mercado de Valores y aquella que se tiene de las operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores, así como aquella referida a las ofertas públicas de adquisición.

Particularmente, podemos citar un extenso grupo de información que podría calificar como privilegiada, entre ellas: “5.1. Cambios en la unidad de decisión o control del emisor, 5.2. Cambios en los acuerdos de control del emisor., 5.3. Fusiones, adquisiciones u otras reorganizaciones societarias., 5.4. Cambios en las utilidades o pérdidas esperadas., 5.5. Transferencias de paquetes accionarios.” (Resolución SMV Nro. 05-2012-SMV/01, artículo 5.1).

Ahora bien, sobre el objeto material propiamente dicho para que se configure el delito de *insider trading* el tipo penal requiere tres elementos de imprescindible composición normativa; 1. Que esté relacionada a un emisor que integra un mercado oficial o regulado. 2. Que la información no haya sido divulgada al público y, 3. Que, de cuyo conocimiento público, por su naturaleza, se capaz de influir en la liquidez, el precio o la cotización de un valor.

Con relación al segundo aspecto se entiende aquello que: “aún no ha sido diseminada a través de mecanismos que permitan el acceso a dicha información por parte del público en general, incluyendo el Registro Público del Mercado de Valores que lleva la SMV, los sistemas de información que administra la Bolsa de Valores de Lima o cualquier otro medio masivo de comunicación.” (Resolución SMV Nro. 05-2012-SMV/01, artículo 4.1). En ese

mismo sentido, agrega el reglamento: “Se considera que la información destinada a ser divulgada al público en general aún no adquiere el carácter de pública cuando únicamente ha sido difundida por el emisor dentro de las juntas generales de accionistas, sesiones de directorio u otras reuniones o asambleas” (Resolución SMV Nro. 05-2012-SMV/01, artículo 4.1).

Sobre el tercer elemento: “se entiende aquella información aún no divulgada al mercado, que de hacerse pública influiría en las decisiones de inversión adoptadas por los inversionistas.” (Resolución SMV Nro. 05-2012-SMV/01, artículo 4.2).

Sobre el particular, existe un vacío no atendido por la normatividad peruana, que básicamente están referidos a otros casos en donde hay operaciones que deben ser notificadas obligatoriamente al participante de emisión de valores y a la autoridad correspondiente, entre otros, en los siguientes: “a) adquisición, cesión, venta en corto, suscripción o intercambio...c) suscripción o ejercicio de contratos de intercambios ligados a acciones...k) regalos y donaciones hechos o recibidos, y herencias recibidas...” (Reglamento Delegado (UE) 2016/522 de la Comisión, artículo 10).

Ciertamente, desde una interpretación sistemática de la ordenanza del Perú frente a la Unión Europea, el emisor debe asegurarse de que la información privilegiada: “se haga pública de una forma que permita un acceso rápido y una evaluación completa, correcta y oportuna de la información por el público” (Reglamento UE Nro. 596/2014/ del Parlamento Europeo y el Consejo, artículo 17).

5.2.4. TIPICIDAD SUBJETIVA. ESTADO DE LA CUESTIÓN

A) PLANTEAMIENTO ESPAÑOL

De nuevo, en este extremo final del tipo penal, la doctrina española indica que, si al término uso se le otorga un campo semántico adicional, por ejemplo, a través de la llamada explotación, las consecuencias en la tipicidad subjetiva adquieren una resolución de mayor gravedad. En tal forma: “la explotación sugiere la realización de una conducta dirigida a una finalidad” (Vega, 2014, p. 186), lo que significa que “dicha modalidad típica contendría un especial elemento subjetivo” (Vega, 2014, p. 186). Para el legislador español, no es necesaria: “la existencia de ningún especial elemento subjetivo, al que ha renunciado conscientemente...” (Vega, 2014, p. 189-190).

Los delitos contra el Mercado de Valores de España, especialmente el sometido a examen, incorporados al Código Penal son comportamientos que no admite la configuración culposa. Por tanto, este delito se encuentra reprimido contra “conductas dolosas, cabiendo solo el dolo eventual” (Polaino, 2011, p. 179).

La explicación doctrinaria se encuentra bien asentada sobre este extremo típico, en la medida que: “Sólo cabe la comisión dolosa, planteándose la cuestión de si el autor debe conocer, aproximadamente, el valor del beneficio que cabe obtener (AAP Barcelona 6º 27/10, 4-1, absuelve por no acreditarse el conocimiento previo del precio al que se iban a ofertar las acciones)” (Corcoy; Mir, 2011, p. 631).

Se menciona, siguiendo el razonamiento reseñado que: “el dolo debe abarcar el carácter privilegiado de la información” (Serrano, 2017, p. 404). Ocurre, con esto, que la tipicidad subjetiva no se desvincula del objeto material del *insider*

trading, por ello se enmarca: “una intencionalidad o finalidad de alterar los precios normales del mercado” (Serrano, 2017, p. 404).

Pero esto que afirma el Dr. Serrano Gómez es cuanto al art. 284.3, sobre el artículo 285 es mucho más preciso es suficiente: “el dolo genérico y al tratarse de un delito resultado técnicamente es posible la tentativa si la operación ilícita es detectada antes de que se concluya” (Serrano, 2017, p. 405). De acuerdo con el principio de lesividad, la mera tenencia de la información privilegiada cae fuera del Derecho Penal español.

En un sentido similar: “la necesaria ofensividad que para el bien jurídico debe mostrar el comportamiento punible; pues, se trata de poner en cuestión la confianza en el funcionamiento del mercado de valores, ni más ni menos, y no de incriminar determinados fraudes patrimoniales sobre patrimonios individuales ajenos” (Quintero, 2005, p. 869).

B) PLANTEAMIENTO PERUANO

Al respecto: “Se requiere que el comportamiento sea realizado con dolo, es decir, conciencia y voluntad de emplear la información privilegiada” (Reyna, 2000, p. 19). La dogmática del profesor peruano indica como aspecto de relieve que el tipo exige: “además de un elemento subjetivo adicional como es el ánimo de lucro, destinado a la obtención de beneficio económico ya sea mediante la ganancia propiamente dicha o evitándose perjuicio patrimonial” (Reyna, 2000, p. 19); (Reaño, 2002, p. 180).

En esa misma línea: “El delito de uso de información privilegiada solamente puede ser cometido dolosamente” (García, 2016, p. 1734). Consecuencia de tal planteamiento es que: “El tipo penal no exige, en el plano subjetivo, algún elemento subjetivo especial” (García, 2016, p. 1734).

C) TOMA DE POSTURA. TESIS

El Código Penal del Perú define al delito de iniciados como una de carácter doloso, y al no contemplar una modalidad mediante culpa, no constituye un delito imprudente.

Nuestro ordenamiento no ha descrito una finalidad en específica que de forma al delito de iniciados. Son pocas las críticas en este sentido. Luego, tampoco el legislador ha previsto el término “explotación”, con lo cual las consecuencias en la tipicidad subjetiva adquieren una resolución de mayor gravedad. Por tanto, no se trata de un delito de tendencia interna trascendente. Si pudiéramos incorporar un ánimo especial sería el de concretizar una *acción apoderativa* en contra del sistema de la Bolsa y el Mercado de Valores.

Lo que no quiere decir que estemos impedidos de reformular su actual técnica legislativa con el objeto de asir una mejor estructura típica. Ciertamente: “la intención como tendencia interna trascendente es: “el propósito de concretar el tipo objetivo solamente como el medio para un fin más amplio” (Welzel, 1956, p. 84). En efecto, si el delito de *insider trading* peruano lo comprendemos como un uso indebido de información privilegiada, el fin es obtener o evitar un beneficio económico.

Luego, la cantidad monetaria viene a constituir una condición objetiva de punibilidad y por tanto éste planteamiento no es incompatible con su mención, a diferencia de pretender dotarle una naturaleza normativa basada únicamente en el beneficio o perjuicio. Así, le lograría dar una mejor vía al requisito de procedibilidad introducido en el año 2013.

Habiendo tomado como referencia el orden punitivo de España, lo que corresponde es que: “no se mantengan en vigor disposiciones totalmente desfasadas, no solo políticamente sino también técnicamente” (Fernández;

Martínez; 1983, p. 121). En ese sentido: “el hombre, sobre la base de su conocimiento causal [bursátil], puede prever en determinada escala las consecuencias posibles de una actividad, proponerse objetivos de distinta índole y dirigir su actividad según su plan tendiente a la obtención de esos objetivos (Welzel, 1951, p. 20). Es verdad, por otro lado: “examen de un delito doloso debe pasar por la comprobación de su carácter imprudente, como elemento que forma parte de aquel examen” (Herzberg, 2008, p. 22), no obstante, ello también nos conduciría a definir el hecho dentro de la adecuación social. Posteriormente, lo que toca es revisar los criterios de imputación objetiva.

Creemos que el examen de sus elementos tiene lugar cuando el texto penal es deficiente o poco determinado. Estos inconvenientes también los padecieron al intentar resolver casos de iniciados en sede administrativa, siendo escasos los pronunciamientos, por ejemplo, el Exp. Nro. 1998/013270 de Conasev, y la más reciente, Resolución de Superintendencia SMV Nro. 056-2016-SMV/11, en ambos se sancionó el uso indebido de información privilegiada, y el análisis del principio de proporcionalidad fue empleado para resolver la ausencia de tipicidad subjetiva, pero sólo dentro del Derecho Administrativo Sancionador. En sede judicial, por demás, solo aparece un caso EXP. Nro. 02022-2008-PHC/TC, cuyo trámite fue desestimado.

Ahora bien, la posibilidad cognitiva de desistirse del hecho no es factible desde la posición penal. En efecto, también cometen delito de *insider trading* y, por tanto, no opera el *desistimiento* cuando el círculo de autores utiliza, usa o dispone de: “este tipo de información cancelando o modificando una orden relativa al instrumento financiero al que se refiere la información, cuando se hubiese dado la orden antes de que el interesado tuviera conocimiento de la información privilegiada” (Reglamento UE Nro. 596/2014/ del Parlamento Europeo y el Consejo, artículo 8).

CAPITULO VI: CONCLUSIONES

6.1. Conclusiones

El artículo 251-A° del Código Penal del Perú reprime el delito de uso indebido de información privilegiada, también denominado *insider trading* o uso de información relevante. Prevé una modalidad simple y otra agravada, aunque en ambos el núcleo típico mantiene su estructura. La *conminación de la pena* tiene una base no menos de un año ni mayor de cinco, respecto a la primera, y no menor de cinco ni mayor de siete en cuanto a la segunda.

La *naturaleza jurídica* de éste delito es de peligro concreto, de puesta en probable lesión del bien jurídico penalmente protegido en sede bursátil, que se encuentra previsto en la mismidad del tipo penal.

En tal medida, el bien jurídico que tutela el sistema penal del Perú es la prohibición de la *acción apoderativa* tendiente al *acceso democrático a información bursátil*. Rechazamos que el correcto funcionamiento del Mercado de Valores sea un objeto tutelable. En esa línea, no admitimos en ésta investigación la idea de bienes jurídicos mediatos, colectivos difusos, intermedios o supraindividuales, pero si se nos ofrece la posibilidad de definir uno el bien jurídico mediato o posterior estaría constituido por: *“la confianza del inversor en la capacidad de funcionamiento del mercado de capitales, en especial la bolsa”*.

Asimismo, al constituirse el delito *insider trading* como delito de peligro concreto, se *consume* con el sólo uso de la información privilegiada, no siendo necesario el beneficio o perjuicio como resultado típico. De tal manera que el uso será indebido también cuando se ejecute la cancelación o modificación de una orden relativa a un instrumento financiero previamente definido en el mercado oficial o regulado respectivo. Una precisión; la obtención del

beneficio o la evitación del perjuicio no constituyen condiciones objetivas de punibilidad, sin embargo, sí deben examinarse bajo el principio de lesividad (cfr. Art. IV del Título Preliminar del Código Penal) y proporcionalidad penal (ver Art. VIII del TP del CP), a efectos de definir los ámbitos de merecimiento y necesidad de penar conductas menos dañosas, es decir, para excluir acciones socialmente admitidas, *v. gr.*, a través de las operaciones en corto según lo reglado en Rueda de Bolsa, recomendaciones con información privilegiada, acciones realizadas durante el ejercicio normal de la profesión o trabajo respecto a las actividades bursátiles, en casos de suscripción preferente de acciones, según la ley, entre otras.

Aunado a lo expuesto, constituye un *delito especial propio* que, sin perjuicio de ello, puede ser compatible con la teoría de los delitos de infracción de deber, cuya base es la ejecución de una *acción finalmente apoderativa*.

De otro lado, el *objeto material* está conformado por la información privilegiada, cuya naturaleza «sea capaz de influir en la liquidez», «el precio» o «la cotización de los valores emitidos». Se trata de un tipo penal que requiere complementarse con la normativa administrativa, *v. gr.*, D. Leg. Nro. 861, art. 40°; 34°, etc. Basados en la premisa antecedente, el objeto material propiamente dicho para que se configure el delito de *insider trading* el tipo penal requiere tres elementos de imprescindible composición normativa; 1. Que esté relacionada a un emisor que integra un mercado oficial o regulado. 2. Que la información no haya sido divulgada al público y, 3. Que, de cuyo conocimiento público, por su naturaleza, se capaz de influir en la liquidez, el precio o la cotización de un valor.

El Código Penal del Perú, respecto a la *tipicidad subjetiva*, se define al delito de iniciados como una figura delictiva de carácter dolosa, y al no contemplar una modalidad mediante culpa, al amparo del artículo 12 del CP, no constituye

un delito imprudente. Por tanto, siendo un delito de peligro concreto, la figura no admite el desistimiento.

El legislador ha previsto un *requisito de procedibilidad* en el artículo 251-A del Código Penal. Esta condición procesal debe reunirse por parte del Ministerio Fiscal formulando el requerimiento respectivo a la autoridad bursátil competente, que en este caso está compuesta por la Superintendencia del Mercado de Valores.

6.1. Recomendaciones

Respecto al *objeto material*, es necesario definir, objetivamente, la capacidad de relevancia de la información privilegiada para influir en los elementos citados, tales como «la liquidez», «el precio» o «la cotización de los valores emitidos». En tal sentido, la doctrina viene admitiendo cada vez más que a efectos de determinar la «relevancia» de la información resulta imprescindible establecer una tarifa porcentual: “sugiriéndose al efecto un límite mínimo del 5% en la variación del precio base; dicho de otra forma: si los precios sufren una variación de al menos el 5% estaremos ya frente a una información relevante” (Vega, 2014, p. 282-283). Se trata de una valoración normativa sustentada en la política criminal europea que se muestra como la mejor solución.

La técnica legislativa no ha sido la correcta, con relación a la *tipicidad subjetiva*, pues debió orientarse incorporar una tendencia interna trascendente. El canon de valoración normativa debe orientarse a ubicar una finalidad previa a la obtención del beneficio o evitación del perjuicio, con el objetivo de que el artículo 251-A° del CP denota una conducta que tenga reflejo material en el resultado lesivo.

En ese mismo sentido, el legislador debió incorporar una cantidad monetaria que constituye una *condición objetiva de punibilidad*. Asimismo, la doctrina debe considerar que en este extremo, la existencia de una sanción administrativa cumple una función estabilizadora de la norma penal y con ello, además, se resuelven colateralmente los conflictos de duplicidad sanciones por violación de bienes protegidos que comparten espacio en el Derecho Administrativo y el Derecho Penal.

El Código Penal nuestro tiene que incorporar, como medida político criminal, la publicación de la sanción penal en el Diario Oficial El Peruano, en la página web de la autoridad bursátil competente o el diario de mayor circulación, pues es a través de éste que el efecto disuasorio de la pena cobra vigencia.

Finalmente, de *lege ferenda* debe reformularse la tipificación del delito de uso indebido de información privilegiada, de conformidad con el siguiente tenor y en letra cursiva para distinguir del texto preexistente en la actualidad:

“El que obtiene un beneficio o se evita un perjuicio de carácter económico en forma directa o a través de terceros, *realizando actos de adquisición, transmisión o cesión de un instrumento financiero, o de cancelación o modificación de una orden relativa a un instrumento financiero*, mediante el uso de información privilegiada, será reprimido con pena privativa de libertad no menor de uno (1) ni mayor de cinco (5) años, *e inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión o actividad de dos a cinco años, así como la publicación de la sanción en el Diario Oficial El Peruano o de mayor circulación a nivel nacional*.

Si el delito a que se refiere el párrafo anterior es cometido por un director, funcionario o empleado de la Bolsa de Valores, de un agente de intermediación, de las entidades supervisoras de los emisores, de las clasificadoras de riesgo, de las administradoras de fondos mutuos de

inversión en valores, de las administradoras de fondos de inversión, de los administradores de fondos de pensiones, así como de las empresas bancarias, financieras o de seguros, la pena no será menor de cinco (5) ni mayor de siete (7) años e *inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión o actividad de cinco a siete años, así como la publicación de la sanción en el Diario Oficial El Peruano o de mayor circulación a nivel nacional.*

En ambas modalidades, siempre deberán concurrir alguna de las siguientes circunstancias:

a) que, como consecuencia de su conducta obtuviera, para sí o para tercero, un beneficio superior a quinientos mil Soles o causara un perjuicio de idéntica cantidad;

b) que el valor de los instrumentos financieros empleados fuera superior a los dos millones de Soles;

c) que se causara un grave impacto al acceso de información privilegiada.

Previamente a la formalización de la denuncia respectiva, el Ministerio Público deberá requerir un informe técnico a la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), que será emitido dentro del plazo de quince (15) días de solicitado, vencido del cual resolverá.”

BIBLIOGRAFIA

1. ABANTO, M. (2014). *Dogmática penal, delitos económicos y delitos contra la administración pública*. Grijley. Lima, Perú.
2. AIFAN, J. (2010). *Estudio jurídico de la importancia de tipificar el delito de transacciones bursátiles con información privilegiada en el código penal vigente en Guatemala*. Tesis para optar por el grado de licenciado en ciencias jurídicas y sociales. Universidad de San Carlos de Guatemala. Guatemala.
3. ÁLVAREZ, A. (2003). *La Internacionalización del Derecho Penal: el ejemplo del Mercosur*. En: Anuario de Derecho Constitucional Latinoamericano. Novena edición. Konrad -Adenauer- Stiftung. Montevideo, Uruguay.
4. ARATA, C. (2012). *Comentarios sobre la nueva regulación del uso indebido de información privilegiada en el mercado de valores*. En: Actualidad Comercial. Gaceta Jurídica. Colección 222. Tomo 72 – Número 5. Lima, Perú.
5. ARROYO, L. (1995). *El abuso de información privilegiada en el Derecho español vigente y en el proyecto de Código Penal*. En: Hacia un Derecho Penal Económico Europeo. Jornadas en honor del Profesor Klaus Tiedemaan. Madrid, España.
6. ARROYO, L. (2007). *Comentario al Código Penal*. Iustel. Madrid, España.
7. BACIGALUPO, E. (1973). *Tipo y error*. Cooperadora de Derecho y Ciencias Sociales. Buenos Aires, Argentina.
8. BACIGALUPO, E. (2019). *La recepción de la dogmática penal alemana en Latinoamérica*. En: revista para el análisis del Derecho. www.indret.com. Barcelona, España.
9. BAIGÚN, D.; GARCÍA, N. (2006). *Actuación preventiva de los organismos estatales y no estatales en el ámbito de la corrupción y la criminalidad económica*. En: Delincuencia Económica y

Corrupción. Su prevención penal en la Unión Europea y el MERCOSUR. Ediar. Buenos Aires, Argentina.

10. BAJO, M.; BACIGALUPO, S. (2001). *Derecho Penal Económico*. Editorial Centro de Estudios Ramón Areces, S. A. Madrid, España.
11. BARATTA, A. (2002). *Criminología Crítica y Crítica del Derecho Penal*. Introducción a la sociología jurídico-penal. (trad.) Álvaro Búnster. Siglo Veintiuno Editores. Buenos Aires, Argentina.
12. BARJA, J. (1998). *El abuso de información privilegiada*. En: Curso de Derecho Penal Económico. (Dir.) Bacigalupo, E. Primera edición. Marcial Pons. Barcelona, España.
13. BARJA, J. (2016). *Código Penal con Jurisprudencia sistematizada*. Valencia, España.
14. BRAMONT, L. (1966). *Código Penal Anotado*. Lima, Perú.
15. BRAUDEL, F. (1984). *Civilización material, economía y capitalismo, siglos XV-XVIII*. T. I, II y III. Alianza Editorial. Madrid, España.
16. BULLARD, A. (2010). *Derecho y Economía. El análisis económico de las instituciones legales*. Segunda Edición. Palestra Editores. Lima, Perú. El profesor Fernando de Trazegnies en el prólogo de esta obra realiza esta acertada precisión.
17. BUSTOS, J. (1991). *Manual de Derecho penal*. Segunda edición. Editorial Ariel. Barcelona, España.
18. BUSTOS, J. (1994). *Manual de Derecho Penal Parte General, 4ta edición puesta al día por Hernán Hormazábal Malarée*. Barcelona, España.
19. BUSTOS, J. (1995). *Prevención y teoría de la pena*. Editorial Jurídica ConoSur Ltda. Santiago de Chile, Chile.
20. BUSTOS, J.; HORMAZÁBAL, H. (1997). *Lecciones de Derecho Penal. Parte General. T. I*. Editorial Trotta. Madrid, España.
21. BUSTOS, J.; HORMAZÁBAL, H. (2006). *Lecciones de Derecho Penal. Parte General*. Editorial Trotta. Madrid, España.

22. CANCIO, M. (2012). *Psicopatía y Derecho penal: algunas consideraciones introductorias*. En: Derecho penal de la culpabilidad y neurociencias. Civitas. Pamplona, España.
23. CERESO, J. (2006). *Obras Completas T. II Otros Estudios*. UBIJUS/ARA Editores. Lima, Perú.
24. CHU, M. (2004). *Fundamentos de Finanzas: Un enfoque peruano*. Tercera edición. Colegio de Economistas de Lima. Lima, Perú.
25. CHANCELLOR, E. (2000). *Sálvese quien pueda. Una historia de la especulación financiera*. Granica. Buenos Aires, Argentina.
26. CORCOY, M. (2014). *Algunas cuestiones político-criminales sobre la corrupción privada. Límites y eficacia de los Compliance*. En: Responsabilidad de la Empresa y Compliance. (Dir.) Mir, S.; Corcoy, M.; Gómez, V. Lima, Perú.
27. CORCOY, M.; MIR, S. (2011). *Comentarios al Código Penal*. Tirant lo blanch. Valencia, España.
28. CORCOY, M. (2004). *Manual práctico de Derecho penal. Parte especial*. Segunda edición. Tirant lo blanch. Valencia, España.
29. CRUZ, M. (2018). *Las ventas en corto de acciones en el sistema financiero*. Tirant lo blanch. Valencia, España.
30. DROMI, R. (1995). *Derecho Administrativo*. Cuarta Edición. Ediciones Ciudad Argentina. Buenos Aires, Argentina.
31. FERNÁNDEZ, A.; MARTÍNEZ, C. (1983). *Delincuencia y Economía*. Universidad Santiago de Compostela. Santiago de Compostela, España.
32. FERNÁNDEZ, A. (1999). *La protección del inversor: aspectos jurídico-societarios*. Tesis para optar por el grado de Doctor en Derecho, sustentada en la Universitat de Alicante, España.
33. FIGUEROA, H. (2009). *Introducción al derecho bancario, financiero y bursátil*. Primera edición. Editorial San Marcos. Lima, Perú.
34. FOFANI, L. (1995). *Tutela penal del mercado y abuso de información privilegiada: La experiencia italiana*. En: Hacia un

- Derecho Penal Económico Europeo. Jornadas en honor del Profesor Klaus Tiedemann. Madrid, España.
35. FONTAN, C. (1998). *Derecho penal. Introducción y Parte General*. Perrot. Bueno Aires, Argentina.
 36. FOUCAULT, M. (1981). *Obrar mal, decir la verdad; función de la confesión en la justicia*. (trad.) Pons, H. Siglo veintiuno editores. Buenos Aires, Argentina.
 37. GARCÍA, P. (2003). *Derecho penal. Parte General*. Ara Editores. Lima, Peru.
 38. GARCÍA, P. (2016). *Derecho penal económico. Parte Especial. Volumen III. Segunda edición*. Instituto Pacífico. Lima, Perú.
 39. GARCÍA-PABLOS, A. (2000). *Derecho Penal Introducción*. Segunda edición. Servicio de Publicaciones de la Facultad de Derecho de la Universidad Complutense de Madrid. Madrid, España.
 40. GIUDICELLI-DELAGE, G. (1995). *El delito de iniciados en el Derecho francés*. En: Hacia un Derecho Penal Económico Europeo. Jornadas en honor del Profesor Klaus Tiedemaan. Madrid, España.
 41. GÓMEZ-JARA, C. (2006). *Teoría de sistemas, ciudadanía corporativa y responsabilidad penal de las empresas*. En: Constitución Europea y Derecho Penal Económico. (Dir.) Bajo, M. Editorial Centro de Estudios Ramón Areces S.A. Madrid, España.
 42. GÓMEZ-JARA, C. (2010). *Fundamentos modernos de la culpabilidad empresarial. Esbozo de un sistema de responsabilidad penal de las personas jurídicas*. Ara Editores. Lima, Perú.
 43. GÓMEZ, M. (2008). *Derecho Administrativo Sancionador. Parte General. Teoría General y Práctica del Derecho Penal Administrativo*. Primera Edición. Thomson Aranzadi. Navarra, España.
 44. GONZÁLEZ, L. (2016). *Derecho penal. Parte Especial*. Quinta Edición. Tirant lo blanch. Valencia, España.

45. HARRO, O. (1995). *El abuso de información privilegiada como delito de peligro abstracto*. En: *Hacia un Derecho Penal Económico Europeo*. Jornadas en honor del Profesor Klaus Tiedemaan. Madrid, España.
46. HASSEMER, W. (1989). *Introducción a la Criminología y al Derecho Penal*. Tirant lo blanch. Valencia, España.
47. HASSEMER, W. (2003). *Por qué no debe suprimirse el Derecho penal*. Instituto Nacional de Ciencias Penales. Tlalpan, México.
48. HERRERO, C. (1992). *Los delitos económicos*. Secretaría General Técnica. Madrid, España.
49. HERZBERG, R. (2008). *Reflexiones sobre la teoría final de la acción*. (trad.) Cardenal, S. En: *Revista de Ciencia Penal y Criminología*. Barcelona, España.
50. HORMAZÁBAL, H. (1995). *Los delitos socioeconómicos, el bien jurídico, su hecho y la necesaria reforma del sistema penal español*. En: *Hacia un Derecho Penal Económico Europeo*. Jornadas en honor del Profesor Klaus Tiedemaan. Madrid, España.
51. HURTADO, A Y TORRADO, E. (2013). *Uso indebido de Información Privilegiada en Colombia – su regulación y aplicación*. Monografía de grado, presentada en la Pontificia Universidad Javeriana, Colombia.
52. HURTADO, J. (1987). *Manual de Derecho Penal Parte General*. Segunda edición. Lima, Perú.
53. HURTADO, J. (1995). *El delito de explotación de información privilegiada en el Código Penal suizo*. En: *Hacia un Derecho Penal Económico Europeo*. Jornadas en honor del Profesor Klaus Tiedemann. Madrid, España.
54. HURTADO, J. (2005). *Manual de Derecho Penal Parte General I*. Tercera Edición. PUCP/GRIJLEY/Universidad de Fribourg-Suiza. Lima, Perú.

55. JAEN, M. (1998). *Cuestiones básicas del derecho penal*. Rodolfo Depalma. Buenos Aires, Argentina.
56. JIMÉNEZ, L. (1958). *Principios de Derecho penal. La ley y el delito*. Abeledo-Perrot. Buenos Aires, Argentina.
57. JOAQUÍN, P.; ROJO, J. (2004). *Los mercados de valores. Organización y funcionamiento*. Ediciones Pirámide. Madrid, España.
58. KINDHÄUSER, U. (1995). *Acerca de la legitimidad de los delitos de peligro abstracto en el ámbito del Derecho Penal Económico*. En: *Hacia un Derecho Penal Económico Europeo*. Jornadas en honor del Profesor Klaus Tiedemaan. Madrid, España.
59. LARENZ, K. (1980). *Metodología de la Ciencia del Derecho*. (Trad. de la 4ta edición alemana) Rodríguez, M. Editorial Ariel. Barcelona, Caracas, México.
60. LÉRTORA, D. (2016). *El uso indebido de información privilegiada como delito de infracción de deber*. En: Conferencias estudiantiles "Hablemos de Derecho". Rescatado de <https://blogderecho.upsjb.edu.pe/conferencias-estudiantiles-hablemos-de-derecho/> Universidad Privada San Juan Bautista. Lima, Perú.
61. LÉRTORA, D. (2017). *Recensión a Fidel Mendoza Llamacponcca: "el delito previo en el tipo penal de lavado de activos"*. En: *Revista Peruana de Ciencias Penales*. Edición N.º 31. Lima, Perú.
62. LINARES, J. (1975). *Fundamentos de Derecho Administrativo*. Editorial Astrea. Buenos Aires, Argentina.
63. LÜDERSEN, K. (2004). *La función preventivo-general del sistema del delito*. En: *Principales problemas de la prevención general*. B de F. Buenos Aires, Argentina.
64. LUZÓN, D-M. (2016). *Derecho penal parte general*. Tercera edición. B de F. Julio César Faira editor. Buenos Aires, Argentina.

65. MAGALDI, M. (2004). *Autoría y participación en los delitos económicos*. En: El fenómeno de la internacionalización de la delincuencia económica. (Dir.) García, M. Consejo General del Poder Judicial. Madrid, España.
66. MAÑALICH, J. (2013). *El principio del ne bis in idem en el derecho penal chileno*. En: Revista Peruana de Ciencias Penales. Edición N.º 26. Lima, Perú.
67. MARTÍNEZ-BUJÁN, C. (1998). *Derecho Penal Económico. Parte General*. Tirant lo blanch. Valencia, España.
68. MARTÍNEZ-BUJÁN, C. (2005). *Derecho Penal Económico y de la Empresa. Parte Especial*. Tirant lo blanch. Valencia, España.
69. MARTOS, J. (1987). *Derecho penal económico*. Montecorvo. Madrid, España.
70. MARX, K. (1989). *Contribución a la crítica de la economía política*. (trad.) Kuznetsov, Marat. Editorial progreso. Moscú, Rusia.
71. MEHRING, F. (1918). *Marx. Historia de su vida*. Editorial Marat. Luxemburgo, Rusia.
72. MELÉ, D. (1996). *Aspectos éticos de los mercados de valores*. En: Curso de bolsa y mercados financieros. (Dir) Sánchez J. Primera Edición. Editorial Ariel Economía. Barcelona, España.
73. MIR, S. (1982). *Función de la pena y teoría del delito en el Estado Social y Democrático de Derecho*. Bosch. Barcelona, España.
74. MIR, S. (1994). *El derecho penal en el Estado Social y Democrático de Derecho*. Editorial Ariel. Barcelona, España.
75. MIR, S. (2003). *Introducción a las bases del Derecho penal*. Segunda edición. B de fF. Buenos Aires, Argentina.
76. MORON, J. (2014). *Comentarios a la Ley de Procedimiento Administrativo General. Incluye comentarios a la Ley de silencio administrativo. Décima edición*. Gaceta Jurídica. Lima, Perú.

77. MUÑOZ, F. (2017). *Derecho Penal. Parte Especial*. 21° edición, revisada y puesta al día con la colaboración de Carmen López Peregrín. Tirant lo blanch. Valencia, España.
78. MUÑOZ, F. (2004). *Derecho Penal. Parte Especial*. Décima Quinta edición. Tirant lo blanch. Valencia, España.
79. NIETZSCHE, F. (2010). *Thus Spoke Zarathustra*. (trad.) Roberto Mares. Grupo Editorial Tomo S.A. San Juan, México.
80. NIEVA, J. (2016). *La cosa juzgada: el fin de un mito*. En: Cosa juzgada constitucional. (Dir.) Ramos, C. Centro de Estudios Constitucionales del Perú. Lima, Perú.
81. PAREDES, J. (2002). *Los delitos de peligro como técnica de incriminación en el derecho penal económico: bases político-criminales*. En: Estudios de Derecho Penal Económico. Livrosca, C.A. Caracas, Venezuela.
82. PEÑA, A. (2009). *Derecho penal económico. Un estudio Dogmático a Los Delitos Económicos, Financieros y Monetarios*. Jurista Editores E.I.R.L.
83. PRADO Y UGARTECHE, J. (1890). *El método positivo en el derecho penal*. Editorial Instituto Pacífico, 2014. Lima, Perú.
84. POLAINO, M. (2011). *Lecciones de Derecho Penal. Parte Especial. Tomo II*. Tecnos. Madrid, España.
85. QUINTANO, A. (1977). *Tratado de la Parte Especial del Derecho Penal. Tomo II*. Editorial Revisa de Derecho Privado. Madrid, España.
86. QUINTERO, G. (2005). *Comentarios a la Parte Especial del Derecho Penal*. Quina edición. Aranzadi. Navarra, España.
87. QUINTERO, G. (2016). *Comentarios al Código Penal Español. Tomo II (Artículos 234 a DF. 7°)*. Séptima Edición. Aranzadi. Navarra, España.

88. RAMOS, C. (2002). *El empleo abusivo de la información privilegiada en el Mercado de Valores*. En: *Revista de investigación UNMSM*. Lima, Perú.
89. REAÑO, J. (1994). *La criminalización de las transacciones bursátiles con información privilegiada: el delito de insider trading*. En *Revista Advocatus* N° 6. Lima, Perú.
90. REAÑO, J. (2002). *Derecho penal bursátil. El delito de abuso de información privilegiada*. Gráfica Horizonte S.A. Lima, Perú.
91. REAÑO, J. (2010). *Formas de intervención en los delitos de peculado y tráfico de influencias*. Jurista Editores. Lima, Perú.
92. REYNA, L. (2000). *La protección del mercado de valores en el Perú*.
93. RIVERA, K. (2011). *Fundamentos para sancionar el uso de información privilegiada en el mercado de valores*. Tesis para optar por el grado de licenciado en ciencias jurídicas y sociales. Universidad Austral de Chile. Valdivia, Chile.
94. ROSALES, D. (2015). *El concepto de autor desde la perspectiva del delito como infracción del deber*. En *Gaceta Penal & procesal penal*. Tomo 70. Gaceta Jurídica. Lima, Perú.
95. ROXIN, C. (1997). *Derecho Penal. Parte General. Tomo I*. (trad.) Luzón, DG.; Díaz y García, M.; Vicente, R. Civitas. Primera Edición. Madrid, España.
96. ROXIN, C. (2000). *La evolución de la Política criminal, el Derecho penal y el Proceso penal*. (trad. Gómez, C.; García, M.) Tirant lo blanch. Valencia, España.
97. ROXIN, C. (2000). *Política criminal y sistema del derecho penal*. (trad.) Muñoz, F. Segunda edición, Primera reimpresión. Hammurabi. Buenos Aires, Argentina.
98. ROXIN, C. (1979). *Teoría del tipo penal. Tipos abiertos y elementos del deber jurídico*. (Trad.) Bacigalupo, E. Ediciones Depalma. Buenos Aires, Argentina.

99. ROXIN, C.; Günter, J.; Schünemann, B.; Frisch, W.; Köhler, M. (2000). *Sobre el estado de la teoría del delito*. Primera edición. Civitas. Madrid, España.
100. RUIZ, L. (1997). *Protección penal del mercado de valores. Infidelidades en la gestión de patrimonios*. Tirant to Blanch. Madrid, España.
101. RUIZ, L. (2007). *Comentarios al Código penarl*. 1era ed. Iustel. Madrid, España.
102. RUBIO, M. (1999). *Estudio de la Constitución Política de 1993. Tomo I*. Fondo Editorial Pontificia Universidad católica del Perú. Primera edición. Lima, Perú.
103. RUBIO, M. (2009). *El Sistema Jurídico: Introducción al Derecho*. Décima Edición. Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Lima, Perú.
104. SALAZAR, N. (2015). *Imputación objetiva y participación de los extraneus en los delitos de infracción de deber*. En: Gaceta Penal & procesal penal. Tomo 70. Gaceta Jurídica. Perú – Lima
105. SANCHEZ-VERA, J. (2002). *Delito de Infracción de deber y participación delictiva*. Marcial Pons. Ediciones jurídicas y sociales S.A. Madrid, España.
106. SCHÜNEMANN, B. (1991). *El sistema moderno del derecho penal: cuestiones fundamentales*. Tecnos. Madrid, España.
107. SERRANO, A.; SERRANO, M. (2017). *Curso de Derecho Penal. Parte Especial*. Cuarta edición. Dykinson. Madrid, España.
108. SILVA, JM. (2001). *La expansión del Derecho penal. Aspectos de la política criminal en las sociedades posindustriales*. Civitas Ediciones. Segunda edición. Madrid, España.
109. SILVA, JM. (1992). *Aproximación al Derecho Penal Contemporáneo*. José María Bosh. Barcelona, España.
110. SILVA, JM. (1997). *Política Criminal y Nuevo Derecho Penal. Libro Homenaje a Claus Roxin*. José María Bosch. Barcelona, España.

111. SILVA, JM. (1998). *Perspectivas sobre la política criminal moderna*. Rodolfo Depalma. Buenos Aires, Argentina.
112. SUÁREZ-MIRA, C. (2003). *Manual de Derecho Penal. Parte Especial. Tomo II*. Civitas. La Coruña, España.
113. TIEDEMAN, K. (2012). *Manual de derecho penal económico. Parte Especial con importantes textos legales y reglamentos*. Grijley. Lima, Perú.
114. TOBAR, J. (2011). *“Regulación y Gobierno Corporativo como mecanismo de control del uso de información privilegiada. Estudio comparativo de España y Reino Unido*. Tesis para optar por el grado de Doctor en Administración y Economía. Universidad de Salamanca. Salamanca, España.
115. OLEAS, F. (2008). *El uso indebido de información privilegiada. Regulación y Sanción en el Mercado de Valores Ecuatoriano*. Tesis para optar por el grado de Doctor en Derecho. Universidad de Alicante. Alicante, España.
116. UGARTE, M/ REGGIARDO, A. (1997). *La Transparencia del mercado de valores y el insider trading*. Themis N° 35. Lima, Perú.
117. URQUIZO, J. (1998). *Dogmática jurídico penal*. Cathedra. En: Revista UNMSM. Lima, Perú.
118. URQUIZO, J. (2000). *El principio de legalidad*. Gráfica Horizonte. Lima, Perú.
119. URQUIZO, J. (2001). *Principio de legalidad: Nuevos desafíos*. En: Modernas tendencias en la Ciencias del Derecho Penal y Criminología. Madrid, España.
120. URQUIZO, J. (2001). *Principio de Determinación de la Ley Penal*. En: Homenaje al Dr. Marino Barbero Santos. Ediciones Universidad Salamanca. Cuenca, España.
121. URQUIZO, J. (2002). *Principio de Proporcionalidad Penal*. En: La Ciencia del Derecho Penal ante el Nuevo Siglo-Libro Homenaje al Profesor Doctor Don José Cerezo Mir. Tecnos, Madrid, España.

122. URQUIZO, J. (2003). *¿Bien jurídico?* En: *Sistemas Penales Iberoamericanos*, Libro Homenaje al Profesor Dr. D. Enrique Bacigalupo en su 65 Aniversario. Ara Editores. Lima, Perú.
123. URQUIZO, J. (2005). *Comentarios al Principio de Legalidad y Principio de inaplicabilidad por analogía de la ley penal*. En: *Constitución Comentada (Obra Colectiva)*. Gaceta Jurídica. Lima, Perú.
124. URQUIZO, J. (2006). *Derecho penal del enemigo*. En: *El discurso penal de la exclusión*. EDISOFER S.L. Madrid, España.
125. URQUIZO, J. (2007). *La Culpabilidad penal*. En: *Modernas tendencias de Dogmática Penal y Política Criminal*. Libro Homenaje al Dr. Juan Bustos Ramírez. Lima, Perú.
126. URQUIZO, J. (2011). *Competencia por organización y naturaleza normativa del injusto de resultado lesivo en los supuestos de comisión por omisión*. En: *Dogmática Penal de Derecho Penal Económico y Política Criminal, Homenaje a Klaus Tiedemann*. (Coord.) Urquizo, J.; Salazar, N.; Abanto, M. T. I. Segunda Edición. Gaceta Jurídica. Lima, Perú.
127. URQUIZO, J. (2014). *Límites al Derecho penal*. En: *Dogmática del Derecho penal material y procesal y Política Criminal contemporáneas, Homenaje a Bernd Schünemann*. (Edits.) Gimbernat, E.; Gracia, L.; Peñaranda E.; Suárez C.; Urquizo J. Tomo I. Primera Edición. Gaceta Jurídica. Lima, Perú.
128. URQUIZO, J. (2018). *A propósito del Plenario N° 1-2017 sobre el delito de lavado de activos*. En: *El delito de lavado de activos*. Gaceta Jurídica. Lima, Perú.
129. URQUIZO, J. (2018). *La responsabilidad penal*. En: *¿Es la corrupción un problema estructural ad portas del bicentenario de la fundación de la República?* Libro Homenaje a Juan Magnolio Portocarrero Hidalgo. A & C Ediciones. Lima, Perú.

130. URQUIZO, J. (2018). *Presunción de inocencia*. En: Derecho penal sustantivo y adjetivo. Libro Homenaje al maestro Luis E. Roy Freyre. Instituto Pacífico. Lima, Perú.
131. UPEGUI, T. (2014). *La responsabilidad civil por <<abuso de mercado>> en el Mercado de Valores*. Tesis para optar por el grado de Doctor en Derecho, sustentada en la Universitat Autònoma de Barcelona, España.
132. VEGA, J. (2010). *El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, especialmente en el Derecho penal español (Art. 285° CP)*. Tesis para optar por el grado de Doctor en Derecho. Universidad de Alcalá. Alcalá, España.
133. VEGA, J. (2014). *Problemas de tipicidad en las modalidades de insider trading (artículo 285 del CP español)*. En Gaceta Penal & procesal penal. Tomo 62. Gaceta Jurídica. Lima, Perú.
134. VEGA, J. (2014). *Bases para delimitación del objeto material e el delito de iniciados*. En: *Dogmática del Derecho penal material y procesal y Política Criminal contemporáneas, Homenaje a Bernd Schünemann*. (Edits.) Gimbernat, E.; Gracia, L.; Peñaranda E.; Suárez C.; Urquizo J. Tomo II. Primera Edición. Gaceta Jurídica. Lima, Perú.
135. VILLAVICENCIO, F. (2006). *Derecho Penal. Parte General*. Grijley. Lima, Perú.
136. WELZEL, H. (1951). *Teoría de la acción finalista*. (trad.) Fontán, C. Astrea, Depalma. Buenos Aires, Argentina.
137. WELZEL, H. (1956). *Derecho penal. Parte General*. (trad.) Fontán, C. Roque Depalma Editor. Buenos Aires, Argentina.
138. WELZEL, H. (2004). *El nuevo sistema del Derecho penal. Una introducción a la doctrina de la acción finalista*. (trad. Cerezo, J.). Primera reimpresión de la edición en castellano, Ariel. Barcelona, España 1964. B de F. Buenos Aires, Argentina.

139. ŽIŽEK, S. (2008). *En defensa de la intolerancia*. (trad.) Javier Eraso y Antonio Antón. Ediciones Sequitur. Madrid, España.
140. ŽIŽEK, S. (2009). *Sobre la violencia. Seis reflexiones marginales*. (trad.) Antonio Antón. Ediciones Paidós. Barcelona, España.
141. ŽIŽEK, S. (2011). *En defensa de las causas perdidas*. (trad.) Francisco López. Ediciones Akal. Madrid, España.
142. ŽIŽEK, S. (2015). *Menos que nada. Hegel y la sombra del materialismo dialéctico*. (trad.) Antonio Antón. Ediciones Paidós. Barcelona, España.
143. ŽIŽEK, S. (2018). *Contra la tentación populista*. (trad.) Cristian De Napoli. Revuelta Editores. Buenos Aires, Argentina.
144. ZUGALDÍA, J. (1991). *Fundamentos del derecho penal*. Universidad Granada, España.