



## *Delitos económicos y mercados financieros. Abuso de información privilegiada y manipulación del mercado en el nuevo Código Portugués de Valores Mobiliarios de 1999\**

**Frederico de Lacerda da Costa Pinto\*\***

*Catedrático Emérito de Derecho Penal  
de la Universidad de Munich*

### **I. La tutela sancionatoria del mercado de valores mobiliarios: una exigencia constitucional**

1. En algunas materias el reciente Código de Valores Mobiliarios de 1999 (CdVM)<sup>1</sup> presenta innovaciones en cierta medida asimilables al texto precedente, el Código del Mercado de Valores Mobiliarios de 1991 (CdMVM). Por lo que se refiere a los aspectos jurídico-penales se detecta, sin embargo, una fuerte línea de continuidad marcada por una preocupación constante por acoger soluciones más claras y adecuadas a las realidades que regula. En la presente reforma se privilegió, por tanto, el rigor y la simplificación del régimen legal, en detrimento de innovaciones que, muchas veces, son acogidas por el mayor valor metafísico (sin demostración de su valor jurídico y práctico) de ser diferentes en relación a los regímenes anteriores.

2. En el presente texto intentaré ofrecer una perspectiva de los fundamentos y el alcance de la reforma operada por el CdVM de 1999 en relación a los delitos y las averiguaciones preliminares a desarrollar por la autoridad de supervisión (CMVM) antes del envío de la *notitia criminis* a las autoridades judiciales.

Para ello, (I) trataré de legitimar constitucionalmente la tutela sancionatoria de este sector del sistema financiero; en un segundo momento, (II) presentaré un cuadro general de los ilícitos penales; en las partes (III) y (IV) de este estudio, procuraré fundamentar la nueva configuración legal

de los delitos contra el mercado de valores mobiliarios y determinar su alcance real (v.g. El abuso de información, previsto en el art. 378 y la manipulación del mercado, prevista en el art. 379) lo que, asimismo permitirá que, en la parte (V), caracterice los supuestos en análisis como delitos económicos, relacionándolos con el ámbito de tutela ofrecido por los delitos comunes; finalmente, en la última parte de esta exposición (VI), intentaré esclarecer el sentido y los límites de la intervención previa de la autoridad de supervisión en una fase que el nuevo texto denomina «averiguaciones preliminares» (arts. 382 a 387) en el ámbito de los delitos contra el mercado.

3. La reforma de las materias penales y administrativo-sancionadoras contenidas en el CdMVM de 1991 tuvo en cuenta la experiencia acumulada durante la década de los noventa, tanto por la Comisión del Mercado de Valores Mobiliarios (CMVM), como por las autoridades judiciales, así como algunas soluciones acogidas en ordenamientos jurídicos extranjeros sobre la cuestión de los delitos contra el mercado de valores mobiliarios. El texto final adoptado en el CdVM de 1999 no se corresponde completamente con las propuestas iniciales que fueron presentadas al Grupo de Trabajo encargado de la elaboración del nuevo texto, haciéndose necesario promover acuerdos que hicieran viable la aprobación del nuevo Código. La publicación de estos trabajos preparatorios está, todavía pendiente, razón por la cual prescindo de referencias más concretas sobre el tema. Se procurará dar

(\*) Traducción a cargo de Fernando Moreno Moreno, Universidad de Huelva, revisada por Juan Carlos Ferré Olivé.

(\*\*) Profesor de Derecho. Asistente en la Facultad de Derecho de la Universidad de Lisboa y en la Universidad Autónoma de Lisboa. Asesor del Consejo Directivo de la Comisión del Mercado de Valores Mobiliarios (CMVM). El presente trabajo expresa opiniones estrictamente personales que no deben ser entendidas como la opinión de la CMVM sobre las materias en cuestión. Agradezco a la profesora Teresa Pizarro Belezza, directora de mi tesis doctoral, la lectura y comentarios que realizó al presente texto.

1. El texto legal del CdVM de 1999 fue aprobado por el Decreto-Ley n.º 486/1999, 13 nov. En virtud de lo dispuesto en el art. 165.º, n.º 1, c) y d) de la Constitución, las materias penales y de Derecho administrativo sancionador (éstas en la medida en que implicasen alteraciones al régimen general) fueron objeto de una ley de autorización legislativa (L. n.º 106/1999, 26 jul.), a través de la cual el Parlamento autorizó al Gobierno a modificar el régimen sancionatorio referido.

cuenta de estos diversos aspectos en el presente estudio, en la medida en que los mismos puedan contribuir a esclarecer algunas opciones legislativas asumidas por el legislador de 1999.

4. La regulación de los delitos e infracciones administrativas se encuentra prevista en el CdVM de 1999 en un título autónomo (Título VIII, reproducido en el anexo) que incluye dos grandes grupos de materias: por un lado, en el Capítulo I de este Título, se contemplan los *Delitos contra el mercado* (abuso de información privilegiada y manipulación del mercado, arts. 378 y 379, así como un delito de desobediencia en el art. 381, que tiene autonomía en relación a los primeros), *las penas accesorias* (art. 380) y algunas *disposiciones de carácter procesal* (arts. 382 a 387); por otro lado, el Capítulo II de este Título VIII está dedicado a ilícitos administrativos o contravenciones del orden, donde se incluye la *tipificación de las infracciones* (arts. 388 a 400), las *reglas generales* de atribución, y graduación de la responsabilidad (arts. 401 a 407) y un conjunto de *normas de naturaleza procesal* (arts. 408 a 418). El Título VIII termina con un Capítulo III, donde se acogen *disposiciones comunes* a los delitos y a las infracciones administrativas (arts. 419 a 421).

5. La exacta comprensión de este nuevo régimen sancionador requiere, en mi opinión, dos condiciones esenciales: las conexiones materiales de este Título VIII y la orientación político-criminal que subyace.

a) En primer lugar, debe señalarse que se trata de un régimen que se encuentra en estrecha conexión material y sistemática con otras partes del Código y con otros sectores del ordenamiento jurídico. La conexión con otras partes del Código resulta evidente tanto en la descripción de los preceptos penales y administrativo-sancionadores, donde surgen muchas veces conceptos que deben ser interpretados con aquellas referencias materiales, o las invocan expresamente (v.g. emisor, información, regular funcionamiento del mercado,

entre tantos otros) como, en especial, en la subordinación de los aspectos sancionadores al orden material de valores acogido en el CdVM de 1999. Es decir, por muy importante que pueda ser este Título VIII del CdVM (y, desde mi perspectiva, es efectivamente de gran importancia) sólo existe para garantizar, a través de la amenaza sancionadora y de la persecución de las infracciones, los valores y bienes regulados por el texto. Esta conexión también se presenta respecto a varias ramas del Derecho que orientan, apoyan o limitan el régimen sancionatorio acogido en el Código, desde el Derecho Constitucional, al Derecho Penal y Procesal Penal, pasando por el Régimen General del Derecho Administrativo sancionador.

La intervención de diversas entidades con poderes de Derecho Público en este área y en esta materia no constituye, pues, un bien en sí mismo, sino una forma de tutelar bienes y valores que merecen esa protección. El merecimiento de tutela sancionadora de estos bienes radica, de una forma general, en el hecho de estar en juego la regularidad y la eficiencia de un sector del sistema financiero, reconocido constitucionalmente (art. 101 de la Constitución),<sup>2</sup> que desempeña funciones económicas esenciales, como la diversificación de las fuentes de inversión de las empresas, la aplicación del ahorro familiar o la gestión de mecanismos de cobertura del riesgo de actividades y de inversiones.<sup>3</sup> El mercado de valores mobiliarios permite que el capital se transforme en inversión y éste en fuente de financiación de entidades económicas.<sup>4</sup>

La particularidad de este mercado resulta del hecho de que el encuentro entre la demanda de fuentes de financiación y el ahorro de los inversores debe ser concretado a través de instrumentos económicos y jurídicos como son los valores mobiliarios (acciones, obligaciones, títulos de deuda pública, unidades de participación en fondos de inversión, etc.),<sup>5</sup> económicamente designados como activos. Además de estas funcio-

2. Véase, en cuanto a este planteamiento constitucional, FERREIRA, A., *Direito dos Valores Mobiliários*, AAFDL, Lisboa, 1997, pp. 64 y ss.

3. Para un análisis de la relación entre los intereses subyacentes al sistema financiero, principalmente la relación entre inversión y ahorro, y la axiología constitucional, véase BRICOLA, F., «Il Diritto penale del mercato finanziario» en *Mercato Finanziario e disciplina penale*, Giuffrè, Milán, 1993 (pp. 27-47), pp. 37 y ss. Sobre la relación entre los presupuestos de funcionamiento de los mercados de valores mobiliarios y la necesidad de su tutela, véase, COSTA PINTO, F. de, «A tutela dos mercados de valores mobiliários e o regime do ilícito de mera ordenação social» en Instituto dos Valores Mobiliários (org.), *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. I, Coimbra Editora, Coimbra, 1999, (pp. 285 a 321), pp. 289 a 292.

4. Sobre estos aspectos, véase GÓMEZ INIESTA, *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, McGraw-Hill, Madrid, 1997, pp. 7-11. Una descripción del funcionamiento de los mercados de valores mobiliarios que destaca estos aspectos se encuentra, entre nosotros, en COSTA Y SILVA, P., «Compra, Venda e Troca de Valores Mobiliários», en *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, Lisboa, 1997 (pp. 243-266), pp. 245-247.

5. Sobre el concepto de valor mobiliario, véase OLIVEIRA ASCENÇÃO J. de, «Valor Mobiliário e Título de Crédito», en *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, Lisboa, 1997 (pp. 27 a 54), pp. 30 y ss., en particular pp. 33 y ss. Para un análisis diversificado sobre los diversos ins-

nes más comunes, de financiación e inversión, los mercados de valores mobiliarios desempeñan también un papel importante en las estrategias de recomposición de las estructuras accionariales de las sociedades cotizantes<sup>6</sup> y en la gestión económica del riesgo de ciertas actividades -a través de la negociación de instrumentos financieros de control o transferencia del riesgo (v.g. futuros u opciones).<sup>7</sup>

Los niveles de funcionamiento de estos circuitos económicos están influenciados por diversas realidades, de las cuales aquí se destaca la *confianza de los inversores*. Ésta, por su parte, está también parcialmente condicionada por la regularidad del funcionamiento del mercado. Es esta *regularidad* que, en términos genéricos, a la CMVM le corresponde asegurar, particularmente a través del ejercicio de los poderes que le son conferidos por ley para prevenir y sancionar los ilícitos administrativos tipificados por el CdMVM. Nótese al respecto que, en definitiva, está en juego el buen funcionamiento de un sector del sistema financiero,<sup>8</sup> es decir, un conjunto de valores públicos fundamentales para los niveles de eficiencia de la economía nacional.

La protección de estas funciones económicas es, de acuerdo con el texto constitucional, una «competencia prioritaria del Estado» que debe, particularmente, asegurar «el funcionamiento eficiente de los mercados» y la represión de las «prácticas lesivas del interés general» [art. 81, e) de la Constitución]. Si queremos generalizar esta vía de legitimación de la tutela sancionadora, podemos afirmar que el Estado tiene el deber de velar por la protección de los bienes supraindividuales que se encuentran afectados a un programa de desarrollo económico.<sup>9</sup> Estos bienes pueden presentarse como «bienes jurídicos intermedios» (por ejemplo, las condiciones de inversión y de aplicación de los ahorros) respecto a otros bienes directamente integrados en esferas jurídicas personales (como sería el patrimonio).<sup>10</sup>

b) En segundo lugar, debe advertirse que la intervención sancionadora no puede legitimarse exclusivamente en base a criterios de dignidad o merecimiento de tutela de ciertos bienes y valores, antes debe ser sometida a una segunda criba racionalizadora que pondere específicamente la *necesidad* de esa intervención<sup>11</sup> y esa criba es, en el cuadro de nuestra axiología constitucional, la de la *necesidad* de la intervención que, en el ar-

---

trumentos negociales, cfr. FERREIRA, A., *Direito dos Valores Mobiliários*, pp. 161 y ss., en particular pp. 174 y ss. y pp. 245 y ss. Elementos importantes para la comprensión del concepto de valor mobiliario se encuentran también en OSÓRIO DE CASTRO, C., *Valores Mobiliários: Conceito e Espécies*, UCP, Porto, 1996, pp. 7-12 y passim; FERREIRA DE ALMEIDA, C., *Desmaterialização dos títulos de crédito: valores mobiliários escriturais*, Separata de la Revista de la Banca, n.º 26, 1993, pp. 27 y ss.; para los derechos inherentes a los valores mobiliarios, consúltese COSTA SANTOS, J., «Direitos inerentes aos valores mobiliários: em especial, os direitos equiparados a valores mobiliários e o direito ao dividendo», en *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, Lisboa, 1997 (pp. 55 a 98), pp. 56 y ss. Sobre los valores mobiliarios como objeto de otros derechos, véase FAZENDA MARTINS, J.P., «Direitos reais de gozo e garantia sobre valores mobiliários» en *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, Lisboa, 1997 (pp. 99 a 119), pp. 99 y ss.

6. VEIGA, A., *Operações de bolsa* (en curso de publicación), pp. 11 y passim.

7. FERREIRA, A., *Direito dos Valores Mobiliários*, pp. 13-14.

8. Para un análisis del encuadre del mercado de valores mobiliarios en el sistema financiero, desde el punto de vista constitucional, véase FERREIRA, A., *Direito dos Valores Mobiliários* pp. 15 y ss.

9. Así, DONINI, M., «Dolo e prevenzione generale nei reati economici. Un contributo all'analisi dei rapporti fra errore di diritto e analogia nei reati in contesto lecito di base» en *Rivista Trimestrale di Diritto Penale dell'Economia*, año XII, n.º 1-2, 1999 (pp. 1 a 63), pp. 14 y ss. Más extenso aún en BOTKE, W., «Zur Legitimität des Wirtschaftsstrafrechts im engen Sinne und seiner spezifischen Deliktsbeschreibungen» en *Bausteine des europäischen Wirtschaftsstrafrechts. Madrid-Symposium für Klaus Tiedemann, Carl Heymanns, Colonia, 1994* (pp. 109-123), p. 114, cuando afirma, en tesis general, que «las condiciones de funcionamiento de cualquiera de estos principios y afirmaciones de valor que satisfagan la economía de mercado son bienes jurídicos merecedores de tutela»; en otros pasajes (pp. 116 y ss.) profundiza en esta vía de fundamentación a la luz del concepto de «economía social de mercado»: el Derecho Penal económico «se encuentra también justificado cuando y en la medida en que protege las condiciones esenciales de funcionamiento y las instituciones de la economía social de mercado como bienes jurídicos autónomos» (p. 122).

10. Sobre el significado de este concepto, que remonta al pensamiento de TIEDEMANN, de «bienes jurídicos intermedios» en el ámbito del Derecho Penal económico, BOTKE, W., *Zur Legitimität des Wirtschaftsstrafrechts*, pp. 112 y ss. La teorización del concepto de bien jurídico en el ámbito del Derecho Penal económico se encuentra, entre nosotros, en COSTA ANDRADE, M. de la, «A nova lei dos crimes contra a economia (Dec.-Lei n.º 28/84, de 20 de Janeiro) à luz do conceito de bem jurídico» en *IDPEE (org.), Direito Penal Económico e Europeu: Textos Doutrinários*, Vol. 1, Coimbra Editora, Coimbra, 1998 (pp. 393-411), pp. 398 y ss.

11. Para un análisis de los conceptos implicados en este planteamiento (merecimiento de pena y necesidad de pena) véase, en una perspectiva general, ALTPETER, F., *Strafwürdigkeit und Strafsystem*, Peter Lang, Frankfurt, 1990. Entre nosotros, sígase M. da COSTA ANDRADE, «A "dignidade penal" e "a carência de tutela penal" como referência de uma doutrina teleológico-racional do crime» en *Revista Portuguesa de Ciência Criminal*, año 2, 1992, fasc. 2 (pp. 173-205), en particular pp. 188 y ss. y pp. 199 y ss. Recientemente, FIGUEIREDO DIAS, J., y M. DA COSTA ANDRADE, *Direito Penal. Questões fundamentais, A doutrina geral do crime* (en curso de publicación), Universidad de Coimbra, Facultad de Derecho, 1996, pp. 66 y ss.

título 18, n.º 2 de la Constitución, se proyecta en las exigencias de adecuación, necesidad y proporcionalidad de la restricción de derechos, libertades y garantías.<sup>12</sup>

La parte sancionadora del CdVM de 1999 (el citado Título VIII, reproducido en el anexo) procura cumplir seriamente el principio de intervención mínima antes invocado. Este propósito se refleja en diversos aspectos, como, por ejemplo, en el ámbito penal (donde tanto los tipos penales, como las penas aplicables, demuestran un espíritu limitador que contrasta con algunas manifestaciones menos sensatas sobre la materia, que cíclicamente invaden las páginas de los periódicos y el propio debate político institucional) o, incluso, en la articulación de los aspectos sancionatorios, con todos los mecanismos de carácter preventivo que los preceden y que son normalmente agrupados bajo la rúbrica de la supervisión.<sup>13</sup> Intervención mínima, pero con una redoblada intención de eficiencia, que se manifiesta tanto en la redacción de los tipos de ilícito (penales y administrativos), como en algunas soluciones procesales, que persiguen conseguir respuestas adecuadas a la realidad de las infracciones cometidas (conforme, por tanto, con el espíritu del art. 18, n.º 2 de la Constitución).

## II. Los ilícitos criminales: aspectos generales

1. El CdMVM de 1991 preveía tres delitos: el abuso de información privilegiada, la manipulación del mercado y la desobediencia (cfr. arts. 666, 667 y 668). Estas incriminaciones se mantienen en el CdVM de 1999, con una reformulación de los tipos de ilícito, una redefinición de las penas aplicables y una organización sistemática diferente.

El delito de *abuso de información privilegiada* se contempla ahora en el artículo 378, siendo las conductas prohibidas sancionadas con penas de hasta 3 años de prisión o, alternativamente, pena de multa (en el caso de los núms. 1 y 2 del art. 378) y de hasta 2 años de prisión o, alternativamente, multa de hasta 240 días (en el caso del n.º 3 del

art. 378). La diferencia de penas entre las distintas incriminaciones depende de la mayor ilicitud y culpa que el hecho revela en el caso de los núms. 1 y 2, puesto que es cometido por agentes sujetos a especiales deberes de reserva. Por el contrario, en el caso del n.º 3 del artículo 378 el delito puede ser cometido por cualquier persona que, no estando sujeta a esos deberes especiales, realiza un hecho comparativamente menos ilícito y de menor culpabilidad.

El delito de *manipulación del mercado* se encuentra tipificado en el n.º 1 del artículo 379 del CdVM de 1999, estando ahora castigado con una pena de hasta 3 años de prisión o, alternativamente, pena de multa. El artículo 379 contempla una nueva incriminación, sin paralelo en el texto anterior, que se puede describir como un delito de *violación del deber de impedir prácticas manipuladoras* por parte de los intermediarios financieros (art. 379, n.º 3). La pena prevista para la violación de este deber es la de prisión de hasta 2 años o pena de multa de hasta 240 días.

La *desobediencia* está prevista en el artículo 381 del CdVM de 1999 y se castiga en forma cualificada, esto es, con pena de hasta 2 años o multa de hasta 240 días, en los términos del artículo 348, n.º 2 del Código Penal. Su ámbito material fue ampliado con respecto al texto anterior, pues ahora contempla los comportamientos destinados a defraudar o a dificultar la ejecución de las sanciones accesorias (art. 404) o las medidas cautelares (art. 412) en el procedimiento administrativo-sancionador (cfr. art. 381, n.º 2). La distinta ubicación sistemática del delito de desobediencia (sección II del Capítulo I) en relación al abuso de información privilegiada y a la manipulación del mercado (sección I del Capítulo I) persigue, fundamentalmente, esclarecer que el régimen de las *averiguaciones preliminares* (art. 382 a 387) sólo se aplica a estos delitos y no a la propia desobediencia.

2. Las conductas descritas son únicamente imputables a título doloso, en virtud de lo dispuesto en el artículo 13 del Código Penal. Debe tenerse en cuenta, por otro lado, que ninguna de las penas conminadas sobrepasa los 3 años de prisión y todas ellas admiten la alternativa de la multa, solu-

12. Sobre el fundamento constitucional de la intervención mínima y el principio de la necesidad de la pena, puede verse J. de SOUSA Y BRITO, «A Lei Penal na Constituição», en MIRANDA, J., (coord.), *Estudos sobre a Constituição*, vol. 2, Petrony, Lisboa, 1978, (pp. 197 a 254), pp. 222 y ss.; PIZARRO BELEZA, T., *Direito Penal*, vol. I, 2.ª edición, AAFDL, Lisboa, 1984, pp. 50 y ss.; PALMA, M.F., *Direito Penal. Parte Geral* (en curso de publicación), AAFDL, Lisboa, 1994, pp. 65 y ss.; FIGUEIREDO DIAS, J., y M. DE LA COSTA ANDRADE, *Direito Penal*, pp. 66 y ss.

13. Sobre el tema, véase NUNES PEREIRA, J., *Regulação e Supervisão dos Mercados de Valores Mobiliários e das Empresas de Investimento: Alguns Problemas Actuais* (separata del Boletín de Ciencias Económicas), 1997, Coimbra; DA COSTA PINTO, F., *A supervisão no novo Código dos Valores Mobiliários* (que se publicará en el n.º 6 de *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*).

ciones que procuran estar en armonía con el Código Procesal Penal y constituyen un medio de hacer viable el recurso a cualquier forma de proceso que las autoridades judiciales y los demás sujetos procesales entiendan adecuado al caso concreto.

Deseo formular una última reflexión, en el marco de los aspectos generales de esta reforma, para subrayar el hecho de que las soluciones penales contenidas en el CdVM de 1999 mantienen la opción por la punición exclusiva de personas físicas, sin ampliar esta modalidad de responsabilidad a las personas jurídicas. Esto no significa que tal solución no pueda ser jurídicamente acogida en este sector de actividad. Se trata, más bien, de una opción político-criminal, en sintonía con la Directiva comunitaria sobre el *insider trading*,<sup>14</sup> orientada por el objetivo de no crear zonas francas de responsabilidad para las personas singulares a través de la posibilidad de responsabilizar criminalmente a los entes colectivos. Esta preocupación está especialmente justificada a la vista de que la valoración judicial de estas prácticas ilícitas no ha alcanzado aún en Portugal la sedimentación deseable.<sup>15</sup>

3. No pocas veces se afirma que los delitos contra el mercado de valores mobiliarios, concretamente el abuso de información privilegiada y la manipulación del mercado, son delitos nuevos o recientes. La idea es, en mi opinión, relativamente ilusoria y expresa, a veces, alguna dificultad de comprensión de la real dañosidad de la criminalidad económica y financiera para las economías sociales de mercado.

El delito de abuso de información privilegiada fue introducido entre nosotros por el Código de las Sociedades Comerciales (CSC) de 1987, con un ré-

gimen bastante interesante que conjugaba la criminalización de algunos comportamientos con soluciones de naturaleza civil y de Derecho societario (cfr. art. 524.º, hoy derogados, y arts. 449.º y 450.º del CSC). Los tipos penales contenidos en el CSC fueron derogados por el Código del Mercado de Valores Mobiliarios de 1991, pero fueron mantenidos en vigor (hasta hoy) los regímenes de destitución de titulares de órganos societarios que hayan practicado los ilícitos en cuestión (art. 450 del CSC) y la posibilidad de realizar el decomiso de los beneficios económicos obtenidos ilegítimamente con el uso de información privilegiada (art. 449 del CSC). Por tanto, esta incriminación ha estado en vigor en el ámbito de los mercados de valores mobiliarios desde hace más de una década. No se justifica, por eso, que la jurisprudencia nacional siga tratándola como una especialidad o una innovación.

El delito de manipulación del mercado, por su parte, constituye sólo una modalidad de los delitos de manipulación de precios que, principalmente por influencia del *Code Pénal* francés de 1810 (cfr. art. 419),<sup>16</sup> fueron acogidos en diversos ordenamientos jurídicos europeos durante el siglo XIX. La incriminación constaba, además, del artículo 276 del Código Penal portugués de 1852/1886, con un objeto amplio que no se limitaba al precio de las mercaderías, y abarcaba expresamente el uso de algún medio fraudulento para «conseguir alterar los precios, que resultarían de la natural y libre concurrencia en las mercancías, géneros, fondos o cualesquiera otras cosas que fueran objeto de comercio», siendo castigado con multa «conforme a su renta» (del agente del delito), «de uno a tres años».<sup>17</sup> Es decir, sin ir más lejos,<sup>18</sup> el

14. El art. 2.º, n.º 2 de la Directiva 89/592/CEE, 13 nov., exige que cuando el acceso a información privilegiada ocurra a través de una persona jurídica o equiparada, la prohibición de negociar en base a esa información o de transmitirla a otros debe dirigirse a las personas físicas envueltas en el proceso en cuestión.

15. Un balance sobre algunos de estos aspectos, particularmente relacionados con la investigación y la tramitación judicial de los delitos contra el mercado de valores mobiliarios, se encuentra en el estudio de VERDELHO, P., y PEDROSO, P., «Crimes no Mercado de Valores Mobiliários. As primeiras experiências» en *Revista do Ministério Público*, n.º 75 (1998), pp. 115 a 137.

16. Sobre esta tradición véase, por ejemplo, DELMAS-MARTY, M., *Droit pénal des affaires. Partie spéciale: infractions*, tome 2, 3.ª edición, PUF, París, 1990, pp. 188 y ss.

17. Sobre este delito se pronunciaba críticamente F. DA SILVA FERRÃO, *Theoria do Direito Penal applicada ao Código Penal Portuguez*, vol. VII, Imprensa Nacional, Lisboa, 1857, anotación al art. 276.º, pp. 9 y ss., en función de las dificultades probatorias del mismo y de las restricciones ilegítimas que podría implicar para el libre comercio y para las «estrategias comerciales» la anticipación de la punibilidad realizada por el parágrafo único del precepto. En sentido diferente, afirmaba JORDÃO, L.M., *Commentario ao Código Penal Portuguez*, tomo III, Tipografía de José Baptista Morando, Lisboa, 1854, anotación al artículo 276.º, pp. 92-93, que la incriminación (cuyo origen se remonta al Derecho romano, de acuerdo con los elementos que describe) se justificaba porque prevenía hechos que consistían «en alterar por estos modos los precios que resultarían de la natural y libre concurrencia, es decir de la concurrencia que se ejerce por el trabajo y sin fraude, pues siendo resultado de ésta, la misma libertad de industria exige su represión».

18. Según la información (coincidente con la de JORDÃO, L.M.) de FIGUEIREDO DIAS, J., COSTA ANDRADE, y M. DA, «Problemática geral das infracções contra a economia nacional» en *IDPEE (arg.)*, *Direito Penal Económico e Europeu: textos Doutrinários*, Vol. I, Coimbra Editora, Coimbra, 1998 (pp. 319-346), p. 324, ya «en el derecho romano, la *Lex Julia de annona*, editada en tiempos de César y cuya vigencia se prolongó hasta Justiniano, castigaba severamente el alza de los precios y el ilícito en materia de importación y comercio de cereales».

delito de manipulación del mercado se remonta, entre nosotros, al primer Código Penal (de 1852) que estuvo en vigor hasta 1982.

Ocurre, simplemente, que la peligrosidad de las conductas manipuladoras cuando inciden sobre el mercado de valores mobiliarios adquiere un potencial dañoso mucho más elevado que el de la manipulación del precio de las mercaderías, dadas las características de masificación negocial de estos mercados y el hecho de que las cotizaciones funcionen como precios públicos de referencia para otros actos de inversión (v.g. para los fondos de inversión) y diversos actos jurídico-negociales (avales, contratos, prendas, etc.).

Nueva sería entre nosotros la criminalización de la intermediación financiera no autorizada y la constitución o gestión no autorizadas en el mercado de valores mobiliarios, ilícitos penales que la Ley de autorización legislativa permitía que el Gobierno crease.<sup>19</sup> Esa no fue, no obstante, la opción del Ejecutivo que tipificó tales actos como ilícitos administrativos muy graves (cfr. artículo 397, n.º 1 y artículo 394, n.º 1, a) y b), respectivamente). Hasta donde llega mi conocimiento, esta opción se debió, entre otras razones, a la necesidad de permitir respecto de estos hechos una intervención más rápida de la autoridad de supervisión. Lo que, por su parte, permitirá una valoración clara sobre la dañosidad real de estas prácticas sin excluir que, a través de una futura intervención legislativa, se vuelva a determinar la modalidad de ilícito más adecuado para poner fin a este tipo de hechos.

### III. El delito de abuso de información privilegiada

1. El delito de abuso de información privilegiada (art. 378 del CdVM de 1999) contempla un conjunto de comportamientos que son en general prohibidos en la mayoría de los mercados de valores mobiliarios. Su desvalor intrínseco no es, sin embargo, inmediatamente aprehensible, pues las conductas en cuestión apelan a valoraciones específicas y reglas de funcionamiento del mercado que son normalmente ajenas a la experiencia común y a la práctica judicial cotidiana. Por otro lado, como sucede en general con la criminalidad

económica más sofisticada, su dañosidad real no es inmediatamente perceptible. Aspecto que se acentúa por tratarse de prácticas que surgen en un «contexto lícito» (la negociación en el mercado de valores mobiliarios), al contrario de la generalidad de los delitos comunes que originan provechos económicos y que se revelan *ab initio* en un contexto «originariamente ilícito» (caso de los hurtos, robos, corrupción, tráfico de estupefacientes, etc.).<sup>20</sup>

La relevancia penal del abuso de información privilegiada en el mercado de valores mobiliarios fue introducida entre nosotros por el Código de las Sociedades Comerciales (CSC) de 1987, en un régimen bastante interesante que conjugaba la criminalización de algunos comportamientos con soluciones de naturaleza civil y de Derecho societario (cfr. art. 524, hoy derogado, y arts. 449 y 450 del CSC). Los tipos penales contenidos en el CSC fueron derogados por el Código del Mercado de Valores Mobiliarios de 1991 (CdMVM), pero siguieron en vigor (hasta hoy) los regímenes de destitución de titulares de órganos societarios que hayan llevado a cabo los ilícitos en cuestión (art. 450 del CSC) y la posibilidad de realizar el decomiso de los beneficios económicos obtenidos ilegítimamente con el uso de la información privilegiada (art. 449 del CSC).

El CdMVM de 1991 acogió la mayoría de las sugerencias contenidas en la Directiva 89/592/CEE, de 13 de noviembre,<sup>21</sup> y el delito pasó a estar previsto en el art. 666 del texto citado, todavía en vigor en este momento (diciembre de 1999). La técnica usada por el legislador de 1991 no fue particularmente acertada, pues se limitó a transformar en normas jurídicas las reglas de la Directiva, que sólo contenían indicaciones sobre la materia, creando de ese modo un conjunto de tipos penales extraños a la técnica jurídica nacional, con una estructura compleja y densa, pero que no obstante contiene lagunas en algunos aspectos. A estas deficiencias se suma el hecho de que el legislador de 1991 recurrió de forma exagerada a elementos subjetivos especiales para delimitar los tipos penales, adoptando para delitos que, en su esencia, son de naturaleza económica, la técnica de los delitos contra el patrimonio (v.g. hurtos, estafas y otras incriminaciones equivalentes). Esta asimilación es, a mi entender, incorrecta, pues en los de-

19. Cfr. art. 3.º, n.º 1, d) y e) de la Ley n.º 106/99, 26 jul.

20. Sobre esta distinción, DONINI, M., *Dolo e prevenzione generale nei reati economici*, pp. 16-17.

21. Sobre la Directiva 89/592/CEE, 13 nov. [en D.O.C.E., n.º L 334/30, de 18 nov. 1989], como antecedente de las reformas legislativas en la materia en el ámbito de la Comunidad Europea, véase, entre otros, GOMES, F., *Insider trading*, APDMC, Valadares, pp. 13 y ss., y RUIZ RODRIGUEZ L., *Protección penal del mercado de valores*, Tirant, Valencia, 1997, pp. 258 y ss.



litos de apropiación patrimonial resultan aceptables los elementos subjetivos especiales dirigidos a la obtención de provechos económicos porque eso está en armonía con el bien jurídico protegido por esos tipos penales (la propiedad o el patrimonio). Por el contrario, en los delitos económicos los bienes jurídicos tutelados no poseen esta naturaleza, por tratarse como bienes supraindividuales que sólo de modo reflejo e indirecto protegen bienes personales.

Si queremos describir el núcleo esencial de la incriminación de una forma simple, podemos decir que contempla situaciones en que alguien usa en el mercado de valores mobiliarios una información económicamente relevante, a la que ha tenido acceso de una forma especial, antes de que la generalidad de los inversores la pudieran conocer. De este modo, quien utiliza información privilegiada se encuentra en una situación de ventaja ilegítima ante los demás inversores con quienes negocia, pudiendo evitar perjuicios con más seguridad u obtener lucros. En una de las perspectivas posibles, lo que en realidad hace quien detenta la información privilegiada es anticiparse ilegítimamente a la generalidad del mercado que sólo más tarde tendrá acceso a la información que aquél ya posee y usa.

El delito de abuso de información privilegiada se traduce, genéricamente, en el acto de disposición de una información privilegiada por ciertas personas. Ese acto se encuentra típicamente descrito por referencia a los comportamientos prohibidos por la incriminación: transmitir la información, negociar, aconsejar a alguien a negociar u ordenar la suscripción, venta o canje de activos en base a una información privilegiada. Lo que significa que la simple posesión de la información no constituye una conducta con trascendencia penal, pudiendo sólo tener relevancia en relación a los delitos comunes, concretamente al acceso ilegítimo a secretos (arts. 194 a 197 del Código Penal).

2. El fundamento material de la incriminación del abuso de información privilegiada resulta razonablemente controvertido. Algunas corrientes neo-liberales se manifiestan incluso contra la prohibición del *insider trading* invocando algunos su-

puestos beneficios económicos derivados de la práctica en cuestión, sin embargo normalmente olvidan los nefastos efectos de la misma.<sup>22</sup>

En su origen histórico,<sup>23</sup> en el mercado norteamericano de valores mobiliarios, la práctica comenzó a estar prohibida por violar las reglas de la formación del negocio. Una de las partes (la detentadora de la ventaja informativa) debería informar a la otra, a la luz de la doctrina de los *special facts*, de que estaba dispuesta a comprar o vender activos en base a una información privilegiada que poseía. Fue en base a este planteamiento que en el caso *Strong vs Repide* (1909) la *Supreme Court* anuló una transacción de acciones a solicitud del vendedor de los activos, porque no fue revelada por el comprador la información privilegiada sobre la decisión gubernamental que le llevó a realizar dicha transacción.

El alcance de este planteamiento era, sin embargo, muy limitado, por lo que a partir de 1942 la SEC proclamó la *disclose or abstain theory*, de acuerdo con la cual las relaciones de confianza entre las partes obligan a que quien posea información privilegiada sólo pueda hacer una de estas dos cosas: o la divulga al mercado o se abstiene de utilizarla. La aceptación de esta teoría hizo que el núcleo esencial de la prohibición se desviase a la identificación de las situaciones en que se podía afirmar la existencia de esas relaciones de confianza, lo que se fue concretando a partir de la autonomía que van obteniendo ciertos grupos de agentes que se encontraban sujetos a este tipo de reglas de conducta. Así surge la tipología de casos que fue acogida en la Directiva 89/592/CEE, de 13 de noviembre, en el artículo 666 del CdMVM de 1991 y en el art. 378 del CdVM de 1999: titulares de los órganos de administración o fiscalización de una entidad, sus colaboradores permanentes u ocasionales, ciertos núcleos profesionales con especial acceso a información privilegiada (colaboradores de las autoridades de supervisión, periodistas, auditores, etc.) o, residualmente, las personas que obtuviesen la información de alguno de los agentes antes mencionados.<sup>24</sup>

Pronto se reconoció, no obstante, que este planteamiento teórico del abuso de información

22. Sobre este debate véase, entre otros, LANGEVOORT, D., *Insider Trading: Regulation, Enforcement, and Prevention*, Securities Law Series, n.º 18, CBC, Nueva York, 1986, §1.02; LEHN, K., «Gli aspetti economici dell'insider trading» en Carla Rabitti BEDOGNI (org.), *Il Dovere di Riservatezza nel Mercato Finanziario, L'Insider Trading*, Giuffrè, Milán, 1992, (pp. 3 a 26), pp. 15 y ss.; SEMINARA, *Insider Trading e Diritto Penale*, Giuffrè, Milán, 1989, pp. 29 y ss.

23. Para una lectura pormenorizada de la evolución histórica de los fundamentos de la prohibición de *insider trading* en el Derecho norteamericano, sígase LANGEVOORT, *Insider Trading*, § 1.03, § 2.01 a 2.04, 3.01 y 3.02, y 6.01 a 6.06.

24. Sobre la influencia de estos aspectos en la configuración del círculo de autores del delito, véase F. DA COSTA PINTO, «O direito de informar e os crimes de mercado» en *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 2, 1998 (pp. 95 a 108), pp. 102 y ss.

privilegiada presentaba considerables lagunas. La regla *disclose or abstain* contenía realmente una alternativa falsa, pues en la generalidad de los casos la información relevante se refería a entidades emisoras y, por eso, el poseedor de esa información no la podía divulgar legítimamente. Por otro lado, la idea no era fácilmente aplicable a las operaciones a plazo, pues en ellas se pueden celebrar los negocios sin que se tenga la titularidad de los activos en ese momento, lo que impide que se afirme la existencia de relaciones de confianza entre el poseedor de la información y un accionista. Se añade el hecho de que la jurisprudencia norteamericana se ha enfrentado a innumerables casos en los que el poseedor de la información no estaba ligado a la entidad emisora (por ejemplo, el empleado de una gráfica donde se imprimía material confidencial), lo que suponía que el sujeto no tuviese ninguna relación normal de confianza con los accionistas de la entidad emisora a la que la información se refería.

Reconocidos estos límites, la evolución reciente de la doctrina norteamericana se movió en dos sentidos distintos: uno de ellos consistió en mantener la base de la teoría de los deberes fiduciarios ampliándola sucesivamente a la relaciones de «cuasi-confianza» (como las que existirían, por ejemplo, entre periodistas económicos y sus lectores); el otro se tradujo en el abandono de la *disclose or abstain theory* y la aceptación de la llamada *misappropriation theory*, de acuerdo con la cual quien usa una información privilegiada cometería un acto de apropiación ilegítima de la misma en relación a su propietario originario. Esta teoría, que fue acogida hace poco tiempo por la *Supreme Court*, desplazó la atención sobre la lesión en el delito de abuso de información privilegiada de la contraparte del negocio al propietario de la información relevante.<sup>25</sup>

3. Estas perspectivas son, en mi opinión, insuficientes para fundamentar materialmente la inci-

minación del abuso de información privilegiada en un sistema como el nuestro.

Las doctrinas de los *special facts* y de las relaciones fiduciarias sólo pueden, entre nosotros, aportar una solución al problema del análisis jurídico del negocio y de su proceso de formación,<sup>26</sup> pero no un buen fundamento para legitimar la incriminación de estas prácticas. Se trata de soluciones desarrolladas para el mercado a la vista, por lo que no tienen ningún campo de aplicación relevante para un mercado de anónimos que funciona en base a un circuito informático cerrado. La propia idea de identificar víctimas concretas del negocio no permite deducir un fundamento para la intervención criminal. En muchos casos, estas perspectivas ya son tuteladas entre nosotros por otras vías distintas de la incriminación del abuso de información privilegiada, principalmente en el campo de la responsabilidad civil (véase, en especial, el art. 449 del CSC), del Derecho laboral, del Derecho disciplinario o incluso a través de otras incriminaciones, como sería el delito de estafa (art. 217 del Código Penal), el delito de violación de secreto o el delito de uso indebido de secreto (arts. 195 y 196 del Código Penal).

Los casos que la *misappropriation theory* pretende resolver serían, por su parte, abarcados entre nosotros por estas normas incriminadoras—discutiéndose posteriormente la modalidad de concurso con el delito de abuso de información privilegiada— o por soluciones alternativas de naturaleza no penal.<sup>27</sup> Por eso, la fundamentación de la punición del abuso de información privilegiada en Europa continental tiene que ser distinta, basada en las condiciones materiales de merecimiento y necesidad de pena en relación a estas prácticas.

4. La doctrina europea que se ha pronunciado sobre este delito considera, en síntesis, que su prohibición pretende tutelar aspectos muy diversos como serían la *igualdad entre los inversores*,<sup>28</sup> la *confianza* de estos en el mercado de valores mobi-

25. Cfr. *United States v. El'Hagan*, decisión de la *Supreme Court* de 25 de junio de 1997.

26. Sobre el tema véase, con gran interés teórico y práctico, SINDE MONTEIRO, J.F., *Responsabilidade por Conselhos, Recomendações ou Informações*, Almedina, Coimbra, 1989, pp. 115-116, nota 276, p. 155, nota 417, p. 251, nota 242, y, en especial, p. 391, nota 164.

27. Debe destacarse que el hecho de que existan normas penales específicas de este ámbito económico no obstaculiza la aplicabilidad de los delitos comunes (v.g. abuso de confianza, estafa, infidelidad, falsificación, etc). Subrayando este aspecto, en relación al delito de infidelidad, VELOSO, J.A., «Churning: alguns apontamentos, com uma proposta legislativa» en *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, Lisboa, 1996 (pp. 349 a 453), pp. 417 y ss.

28. El preámbulo de la Directiva 89/592/CEE invoca en diversos párrafos el principio de igualdad entre los inversores como una condición de la confianza y buen funcionamiento del mercado, lo que para alguna doctrina constituye un punto de apoyo. En Alemania, LÜCKER, *Der Straftatbestand des Misbrauchs von Insiderinformationen nach dem Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)*, CARL HEYMANNS VERLAG, Colonia, 1998, pp. 13-29, considera que las prohibiciones de uso abusivo de información pretenden garantizar la protección jurídica a la igualdad de oportunidades, como presupuesto necesario del funcionamiento del mercado de valores mobiliarios.



liarios,<sup>29</sup> su propio patrimonio,<sup>30</sup> los presupuestos esenciales de un mercado eficiente,<sup>31</sup> o la función negocial de la información y la justa distribución del riesgo de los negocios.<sup>32</sup> Existe incluso quien sugiere que estamos ante infracciones pluriofensivas, es decir, que lesionan una diversidad de bienes jurídicos tutelados por el legislador.<sup>33</sup> Cualquiera que sea la perspectiva de análisis, es cierto que las prácticas de utilización abusiva de información privilegiada se revelan nocivas para quien negocia con un *insider* y minan la confianza de los inversores en el funcionamiento del mercado de valores mobiliarios. La identificación del merecimiento de pena de la conducta debe, por tanto, referirse a otras realidades distintas de éstas, pues es bien sabido que aunque el patrimonio sea el objeto afectado en los delitos económicos esto no significa necesariamente que también sea el bien jurídico tutelado.<sup>34</sup>

En realidad, ante los elementos descritos, resulta difícil identificar el bien jurídico tutelado por el delito de abuso de información privilegiada con meros intereses individuales. Entender que la incriminación pretende proteger el patrimonio de la contraparte que negocia con el *insider* constituye una limitación considerable a su sentido axiológico por ignorar los efectos lesivos de esa práctica en el propio funcionamiento del mercado de valores mobiliarios. Por otro lado, sería una explicación parcial, es decir, no abarcaría todas las conductas prohibidas, pues funcionaría para la negociación en base a información privilegiada, pero no para los actos de transmisión, consejo o emi-

sión de órdenes. Incluso en el caso de que tenga lugar una efectiva negociación en base a información privilegiada sería difícil atribuir el perjuicio patrimonial sufrido por la contraparte del *insider* a éste si la transacción se celebra por la vía informática: si la oferta del *insider* supuso cerrar la negociación con otra oferta en sentido contrario esto se debió, en general, al hecho de que esta oferta había sido introducida en el sistema independientemente de aquélla. Además, el procedimiento criminal no depende de una querrela del ofendido, lo que sugiere que está en juego un bien jurídico supraindividual.

Lo mismo se puede decir de la perspectiva que considera que están en juego intereses de la empresa que genera o detenta la información privilegiada. En rigor, los intereses de la empresa en cuanto eventual ofendido con el acto del *insider* son ya objeto de tutela por vía de las incriminaciones que buscan proteger los secretos patrimoniales o industriales (arts. 195 y 196 del Código Penal), siendo una repetición inútil pretender integrar esos casos en la incriminación del abuso de información privilegiada.

En mi opinión, la incriminación pretende tutelar algunos presupuestos de funcionamiento de un sector de la economía nacional, el mercado de valores mobiliarios, que tienen relevancia constitucional a la luz del artículo 101 de la CRP y que es, por eso, merecedor de tutela penal. Concretamente, se pretende proteger la función pública de la información en cuanto *justo criterio de distribución del riesgo del negocio* en el mercado de valores mo-

29. En Portugal, VIEIRA PERES, J.J., «O delito de "insider trading" e a obrigação de informação» en XAVIER BASTO, J.G./VIEIRA PERES, J.J./OSÓRIO DE CASTRO, C./LOBO XAVIER, A., *Problemas Societários e Fiscais do Mercado de Valores Mobiliários*, Fisco, Lisboa, 1992 (pp. 79-99), p. 98. También GOMES, F., *Insider Trading*, pp. 3-13, apoya su análisis de la incriminación en el principio de la igualdad entre inversores en relación con el principio de la confianza en el funcionamiento de los mercados.

30. En este sentido STRATENWERTH, «Zum Straftatbestand des Mißbrauchs von Insiderinformationen» en *Festschrift für Frank Vischer*, Zürich, 1983, (pp. 667-676), pp. 668-671, considera que el delito no lesiona bienes jurídicos públicos, ni los intereses de las empresas, sino y solamente el patrimonio del inversor que negocia con un *insider*. Crítico de esta tesis, con entera razón, OTTO, «Der mißbrauch von Insider-Informationen als abstraktes Gefährdungsdelikt» in *Bausteine des europäischen Wirtschaftsrechts*. Madrid-Symposium für Klaus Tiedemann, Carl Heymanns, Colonia, 1994 (pp. 447-462), pp. 451-452.

31. En Italia, SEMINARA, *Insider Trading e Diritto Penale*, Giuffrè, Milán, 1989, pp. 26-28, reconduce los diversos aspectos parciales relativos al fundamento de las prohibiciones de negociar con información privilegiada al refuerzo de la eficiencia de los mercados de valores mobiliarios. En Francia, H. de VAUPLANE Y BORNET, J.P., *Droit des Marchés Financiers*, Litec, Paris, 1998, pp. 854-860, relacionan el acceso igualitario a la información con la regularidad y eficiencia del mercado, afirmando que «la réalisation de délits d'initié conduit à une distorsion de efficience dans la distribution des richesses».

32. En este sentido, entre nosotros, mi texto anterior: F. DA COSTA PINTO, «O Direito de informar e os crimes de mercado» en *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 2, CMVM, Lisboa, 1998, (pp. 96-109), pp. 101-104 y 105-106. En términos un poco diferentes, pero en esta línea, también OTTO, H., *Der mißbrauch von Insider-Informationen*, pp. 450-452, relaciona las reglas de asunción del riesgo con el principio de la igualdad entre los inversores. Por su parte, MUCCIARELLI, F., *Speculazione Mobiliare e Diritto Penale*, Giuffrè, Milán, 1995, pp. 8-9, asocia la regularidad del funcionamiento del mercado de valores mobiliarios y la fijación de las reglas del riesgo del inversor.

33. Así, por ejemplo, HURTADO POZO, J., «Der mißbrauch von Insider-Informationen im schweizerischen Strafgesetzbuch» en *Madrid-Symposium für Klaus Tiedemann* (cit.), (pp. 407-427), p. 413.

34. DONINI, M., *Dolo e prevenzione generale nei reati economici*, p.12.

biliarios. Se trata de un bien jurídico económico que es presupuesto esencial de la organización y funcionamiento de los mercados de valores mobiliarios. Está en juego la igualdad ante un bien económico (la información) necesario para la toma de decisiones económicas racionales.<sup>35</sup> Quien usa negocialmente información privilegiada *subvierte las condiciones de un regular funcionamiento del mercado* y coloca en peligro sus niveles de eficiencia. La norma sanciona una situación de *distorsión de la libre concurrencia* por asimetría en cuanto a la posesión y uso de informaciones relevantes. El agente que comete el ilícito en cuestión se anticipa a los demás intervinientes del mercado en base a la información de la que dispone y, de esa forma, *no corre los mismos riesgos inherentes al funcionamiento del mercado* que sufren los demás inversores.<sup>36</sup> De este modo las asimetrías informativas creadas con el uso de información privilegiada *subvierten las condiciones de distribución del riesgo negocial* de la intervención en este mercado.

5. Los tipos penales de abuso de información privilegiada revelan ahora, en el texto de 1999, una estructura más lineal, describiendo el círculo de agentes y las conductas prohibidas. De una forma resumida, los tipos previstos en el artículo 378 del CdVM de 1999 exigen como elementos esenciales las *cualidades típicas de los agentes* (núms. 1 y 2 del art. 378), la realización de uno de los hechos descritos, *la relación entre la posesión de la información y la conducta prohibida* (transmitir la información, negociar, aconsejar o dar órdenes de suscripción, venta o canje, en base a esa información) y el elemento subjetivo general, el dolo, en los términos de los artículos 13.º y 14.º del Código Penal.

6. El acto de disposición de la información que resulta criminalmente relevante puede consistir en la simple *transmisión* de la información a alguien fuera del ámbito normal de las funciones del agente o en la práctica de un *acto de carácter negocial* típicamente descrito en el artículo 378 del CdVM de 1999, como *negociar, aconsejar a alguien para que negocie, u ordenar la suscripción, venta o canje de activos* en base a la información privilegiada. Esta utilización negocial de la información (tanto la negociación efectiva, como el he-

cho de aconsejar o emitir las órdenes) pueden traducirse, por su parte, en la *compra*, la *venta* o el *canje* de activos en los términos descritos en el precepto. La inclusión de la referencia al canje de valores mobiliarios constituye una novedad del texto de 1999 que no estaba contemplada en el artículo 666 del CdMVM de 1991.

Cualquiera de los comportamientos descritos está prohibido y resulta criminalmente relevante por sí mismo. Es decir, cada uno de los hechos realiza el tipo independientemente de los otros. Además es necesario, como criterio general de punición del abuso de información privilegiada, la relación entre la conducta prohibida y la información privilegiada («en base a esa información»), exigencia que no se aplica sin embargo al acto de transmisión de la información, sino sólo a los demás comportamientos. La realización plural de los tipos a través de varias acciones en él descritas puede generar casos de concurso real o de delitos y situaciones de concurso aparente o concurso de normas «intra-típicos» (es decir, dentro del propio tipo legal del art. 378). Por ejemplo, habrá concurso real entre dos delitos si el poseedor de una información privilegiada la transmite ilícitamente a un tercero y la usa también para negociar en beneficio propio. Habrá un concurso aparente si las órdenes de venta dadas por un *insider* en base a información privilegiada generaran efectivamente un negocio.

La diferencia entre el número 3 del artículo 378 (CdVM de 1999) y los números 1 y 2 del mismo precepto reside en la delimitación del círculo de agentes: el número 3 es un delito común, es decir, cualquier persona lo puede realizar, mientras que los números 1 y 2 son delitos especiales propios, delimitados en función del círculo de agentes que tienen una especial relación con las fuentes de información privilegiada.

7. Elemento esencial de todos los tipos penales es el concepto de *información privilegiada*, definido (en los términos de la Directiva sobre la materia) en el n.º 4 del art. 378 del CdVM de 1999. Para los efectos de dar contenido al tipo *información* significa conocimiento de ciertos hechos. La *información* para ser *privilegiada* tiene que reunir ciertos requisitos para integrar el tipo de ilícito en

35. Sobre la relación entre la información y el funcionamiento de los mercados de valores mobiliarios, véase FAMA, E., «Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work» en *Journal of Finance*, 25 (1970), pp. 383 y ss. y, del mismo autor, «Efficient Capital Markets» en *Journal of Finance*, 46 (1991), pp. 1575 y ss. En Portugal, véase, entre otros, VILAR, M.J./MATOS, L./SOARES, V., *A importância da informação no Mercado e Valores Mobiliários*, APDMC, Valadares, 1996, y OSÓRIO DE CASTRO, C., «A informação no Direito do Mercado de Valores Mobiliários» en *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, Lisboa, 1997, pp. 333 y ss.

36. Una perspectiva de conjunto sobre los valores que pueden fundamentar la criminalización del *insider trading* se encuentra en AMATUCCI/DI AMATO, *Insider Trading*, Giuffrè, Milán, 1993, p. 20 y ss. Véase también STRATENWERTH, *Zum Straftatbestand des Mißbrauchs von Insiderinformationen*, pp. 668 y ss. y OTTO, *Der mißbrauch von Insider-Informationen*, pp. 450 y ss.

cuestión. En términos sintéticos, la información sólo es idónea para integrar el tipo del delito cuando posee cumulativamente *cuatro características* enunciadas en el n.º 4 del artículo 378: (a) no haber sido hecha pública (información reservada); (b) tener «un carácter preciso»; (c) referirse a «una o varias entidades emisoras de valores mobiliarios o a uno o más valores mobiliarios»; (d) ser *price-sensitive*, es decir, que «sea idónea, si le fuese dada publicidad, para influenciar de manera sensible su precio en el mercado». En síntesis, la información privilegiada es aquella que habiendo sido obtenida por una de las formas descritas en la norma es al mismo tiempo «no pública» (o reservada), «precisa», «específica» y «sensible».

a) la información idónea para dar contenido al tipo penal *no puede haber sido hecha pública*. Lo que significa que se trata de información que cuando es obtenida y usada en la negociación de valores mobiliarios no es accesible a la generalidad de los intervinientes en el mercado.<sup>37</sup> O, en otras palabras, es información en ese momento reservada a un círculo restringido. El *insider trading* respeta así, en parte, la información que se destina a ser divulgada y la infracción se traduce en su uso anticipado en relación al momento de la divulgación.<sup>38</sup>

b) y c) la información tiene, por exigencia legal, que ser *precisa y específica*. La primera exigencia se refiere al contenido de la información y la segunda a su relación con ciertas realidades (tiene que ser información que se refiera a ciertas entidades y valores mobiliarios, en los términos legalmente descritos). La ley no refiere en que consiste esta exigencia de que la información sea precisa, aunque por el sentido de la palabra y las referencias de Derecho Comparado sería posible afirmar que el mismo se refiere a la *descripción de una realidad mínimamente identificada*, siendo en términos de significado un concepto localizado entre el «rumor» (algo que por definición no es «preciso») y el juicio categórico de «certeza».

Este requisito, que en la ley italiana corresponde a la exigencia de *contenuto determinato* es entendido, por la doctrina italiana, como una forma de no considerar relevante en el tipo de ilícito el uso de «simples rumores» o «noticias de contor-

nos vagos y genéricos».<sup>39</sup> No se exige que la noticia o información sea *cierta*. Lo que se exige es, en el caso de información relevante en relación a una decisión societaria, si no una decisión de los órganos de la sociedad, por lo menos algo objetivo y concreto.<sup>40</sup> Existe, pues, una primera *delimitación negativa* en relación al concepto de «información precisa»: debe excluirse del concepto las referencias vagas, rumores, noticias difusas y, por otro lado, no se debe llegar a exigir que la información sea cierta. No tiene, pues, que ser una información completa y exhaustiva, ni puede ser una mera sospecha sobre cierto hecho. El uso negocial de meras sospechas forma parte del *alea* intrínseca de cualquier mercado especulativo y su utilización es perfectamente legítima. Corresponde en el fondo al riesgo propio del negocio asumido por el inversor.

La exigencia legal de que la información sea *precisa* significa, en mi opinión, que la información debe tener en relación a la realidad que describe un mínimo de materialidad u objetividad o, en otros términos, la *consistencia mínima para permitir su utilización por un inversor medio*.<sup>41</sup> Sólo en este caso se genera la asimetría informativa presupuesta por la norma.

d) Otra exigencia formulada por el n.º 4 del artículo 378 se refiere a la idoneidad de cierta información reservada para influenciar de manera sensible la cotización o el precio de esos valores en el mercado, si esa información se hiciera pública. En términos más concretos, la información reservada debe ser idónea para influenciar de manera sensible la cotización. En la designación angloamericana la información debe ser *price sensitive*. Nótese que no se trata de un resultado que integre el tipo del ilícito, pero es una característica de aquel comportamiento prohibido por referencia a la información usada o transmitida. Así, no es necesario probar en juicio que el uso de aquella información influyó efectivamente el curso de la negociación, pero sí que tenía idoneidad para ello en el caso de que hubiese sido revelada al mercado.

¿Como se puede determinar si una información tiene estas características? Creo que se debe utilizar para esto el razonamiento específico del sistema penal para determinar si una conducta es pe-

37. En este sentido, con notas críticas en cuanto a la formulación de esta exigencia, SEMINARA, «Riflessioni in margine al disegno di legge in tema di *insider trading*», en *Rivista Italiana di Diritto e Procedura Penale*, 1990, fasc. 2 (pp. 545 a 572), p. 555.

38. En estos términos, BARTALENA, «*Insider Trading*» en *Digesto delle Discipline Privatistiche, Sezione Commerciale*, VIII, Utet, Turín, 1992, p. 410.

39. Expresamente en estos términos, AMATUCCI/DI AMATO, *Insider Trading*, p. 117.

40. AMATUCCI/DI AMATO, *Insider Trading*, p. 117.

41. En términos que juzgo substancialmente idénticos, entiende VIEIRA PERES O delito de «*insider trading*», pp. 87 y 88, que la información «precisa» es aquella «referente a hechos concretos».

ligrosa para un bien jurídico, concretamente a través de la realización de un juicio de pronóstico relativo a la idoneidad lesiva de la información reservada. Debe, pues, hacerse un juicio de comparación entre el uso de la información reservada y los efectos previsibles de la reacción del mercado a la publicidad dada a tal información. Si tal información una vez hecha pública, en un juicio de previsibilidad referido al momento *ex ante* de la operación,<sup>42</sup> es susceptible de generar apetencia por la compra o venta de los activos, tal información revela idoneidad para influenciar la evolución de la cotización. Parte de la doctrina refiere tal juicio específicamente a las partes del negocio, preguntándose en un juicio objetivo si la información sería susceptible de influenciar a la contraparte del *insider*, en el caso de que fuese conocida.<sup>43</sup>

Debe tenerse en cuenta que *cualquier cuantificación* sobre el impacto del conocimiento de la información en la evolución de las cotizaciones es, en esta materia, incompatible con la letra y el sentido teleológico de la infracción si, a través de esa cuantificación, se pretende condicionar la aplicación del tipo del delito. Incompatible con el sentido literal porque la alteración sugerida es cualitativa y no cuantitativa: se trata de prever una modificación del flujo negocial, con impacto sensible en la formación de las cotizaciones, no condicionado por porcentajes fijos.<sup>44</sup> Incompatible también con el fin de la norma, pues ésta pretende sancionar una asimetría cualitativa en cuanto que la posesión y uso ilegítimo de informaciones reservadas, que viola el principio de igualdad entre inversores. Dicha violación se traduce en la lesión de un valor del sistema y no en la medida de esa lesión. Finalmente, cualquier intento de cuantificación sería siempre variable en función de condiciones específicas relacionadas con la naturaleza de los activos (sean acciones u obligaciones, por ejemplo) y las cantidades en cuestión. Ahora bien, en un mercado especialmente sensible que reacciona ante la información puede afirmarse que el uso ilegítimo de información privilegiada es por regla general idóneo para producir alteraciones sensibles a la evolución de las cotizaciones. El

concepto deberá antes funcionar en términos negativos, en el sentido de excluir toda información que no posea significado e impacto económico a pesar de ser confidencial (por ejemplo, algunas informaciones sobre la vida privada de administradores de entidades cotizantes).

En la concreción de este concepto de idoneidad de la información asume particular relevancia la actividad de la autoridad de supervisión que, por sus conocimientos técnicos sobre el funcionamiento de los mercados y sobre las circunstancias, puede ofrecer elementos decisivos para la subsunción típica de los comportamientos y el posterior aval de las autoridades judiciales competentes.

8. Una última palabra para caracterizar dogmáticamente la estructura de los tipos penales en cuanto a la relación entre la conducta y el bien jurídico tutelado.

Los números 1, 2 y 3 del artículo 378 del CdVM de 1999 contienen, en mi opinión, tres tipos de infracciones diferentes: son *delitos de peligro abstracto* los tipos que prevén como conducta típica la transmisión ilegítima de la información privilegiada; son *delitos de peligro abstracto-concreto* el hecho de aconsejar y la emisión de órdenes de compra, venta o permuta; contrariamente, es un *delito material (de lesión)* el tipo de delito en que existe un acto de negociación que se traduce en una efectiva compra, venta o permuta. En este último caso la formación del negocio constituye el resultado lesivo del bien jurídico tutelado.<sup>45</sup>

#### IV. El delito de manipulación del mercado

1. Nos detenemos ahora en el delito de *manipulación del mercado*, previsto en el artículo 379 del CdVM de 1999. El precepto contiene, en realidad, dos incriminaciones distintas: el delito de manipulación del mercado, previsto en el número 1, y un delito específico de omisión pura (violación del deber de impedir la manipulación), previsto en el número 3.

42. Y no un juicio *ex post*. En la doctrina italiana BARTALENA, *Insider Trading*, p. 408, recurre también a un juicio *ex ante*. En el Derecho suizo, en sentido coincidente, HURTADO POZO, J., «Der mißbrauch von Insider-Informationen im schweizerischen Strafgesetzbuch» en *Madrid-Symposium für Klaus Tiedemann* (cit.), (pp. 407-427), p. 418: «La apreciación del alcance que el hecho probablemente tendrá (...) debe efectuarse en relación al momento en que se exploró el conocimiento del hecho confidencial (*ex tunc*)».

43. BARTALENA, *Insider Trading*, p. 410.

44. En términos semejantes, en cuanto al Derecho suizo, HURTADO POZO, *Der mißbrauch von Insider-Informationen*, p. 418 que, refiriéndose a la ley vigente, afirma que «en vez de un criterio cuantitativo, se establece un criterio de valor».

45. En los delitos de peligro abstracto el peligro es el motivo de la incriminación, mientras que en los delitos de peligro abstracto-concreto el peligro es una característica intrínseca de la acción típica. Sobre la clasificación de las infracciones de peligro, véase PEREIRA, R.C., *O dolo de perigo*, Lex, Lisboa, 1995, pp. 22 y ss.

La estructura típica de la incriminación ha sufrido bastantes alteraciones formales en relación al texto anterior (art. 667 del CdMVM de 1991), sin embargo se mantiene como un delito de peligro abstracto-concreto. Las normas que incriminaban la manipulación del mercado en el CdMVM de 1991 presentaban diversos defectos de técnica legislativa, desde la utilización de expresiones incorrectas para caracterizar ciertos elementos (como la expresión «considerando alterar artificialmente...», que era una forma equívoca de describir la idoneidad objetiva de la práctica comercial para alterar artificialmente el regular funcionamiento del mercado y que se confundía con un extraño elemento subjetivo del tipo) hasta a las dudas sobre la utilidad del número 2 del precepto.

El legislador de 1991 al tipificar la manipulación del mercado siguió la técnica de los delitos contra el patrimonio, pero no lo debería haber hecho porque el bien jurídico que se busca proteger no tiene esa naturaleza. Las lesiones al patrimonio de otros resultantes de prácticas manipuladoras apenas son relevantes a efectos de una indemnización civil, cuya demanda puede ser articulada junto al proceso criminal (arts. 71 y ss. del CPP). Las ventajas patrimoniales efectivamente obtenidas con las prácticas ilícitas (sobre todo, las más valiosas obtenidas a partir de conductas manipuladoras del mercado) pueden ser declaradas pérdidas a favor del Estado (arts. 109 a 111 del Código Penal). En otros términos, el elemento subjetivo especial referido a la intención de obtener un beneficio o causar un perjuicio era, en realidad, innecesario, probatoriamente complejo e inadecuado a la naturaleza económica de la incriminación. Por estas razones fue suprimido, no apareciendo ahora en el texto de 1999.

2. El delito de manipulación del mercado (art. 379, n.º 1) se estructura ahora, en el nuevo texto del CdVVM de 1999, en base a tres elementos esenciales: (a) las conductas prohibidas; (b) la idoneidad de esas conductas para alterar el regular funcionamiento del mercado; (c) los elementos subjetivos del tipo.

a) *Las conductas prohibidas.* El delito de manipulación del mercado propiamente dicho (art. 379, n.º 1) se estructura en base a dos grupos de conductas prohibidas: aquello que alguna doctrina italiana designa como «manipulación ruidosa» (divulgar informaciones falsas, incompletas, exageradas o tendenciosas) y la «manipulación silen-

ciosa» (realizar operaciones de naturaleza ficticia o ejecutar otras prácticas fraudulentas). La primera modalidad de manipulación se realiza a través de la divulgación de informaciones falsas, incompletas, exageradas o tendenciosas, un conjunto extenso de expresiones (ampliado, por influencia parcial de la ley italiana, en relación al art. 667, n.º 1 del CdMVM de 1991) que abarca cualquier descripción de hechos sin correspondencia exacta con la realidad, o cuando los hechos se presentan de tal forma que son susceptibles de inducir a error a los destinatarios. La ley no formula ninguna restricción en cuanto al soporte informativo, ni en cuanto a la procedencia de las informaciones, lo que significa que los conceptos legales pueden integrarse con informaciones prestadas por cualquier persona (emisores, inversores, etc.) y con noticias contenidas en múltiples soportes (en folletos de emisores, noticias de periódicos, etc.). La divulgación de esas informaciones puede ser hecha por cualquier medio (artículos escritos, ruedas de prensa, soporte informático, etc.). En este sentido, el delito posee una forma libre.

La doctrina excluye, sin embargo, del ámbito del precepto la divulgación de elementos que no tengan un contenido informativo, es decir, que no buscan describir una realidad, como serían las previsiones o las críticas.<sup>46</sup> Esta limitación debe ser entendida en sus exactos términos, es decir, cuando se trate de verdaderas previsiones, creíbles y fundamentadas, y críticas con fundamento real. En caso contrario estaremos probablemente en el ámbito de las noticias falsas o engañosas.

La segunda modalidad de manipulación consiste en la realización de «operaciones de naturaleza ficticia» u «otras prácticas fraudulentas». El alcance de los conceptos se entiende de forma más precisa a la luz de la noción genérica de manipulación dada por la SEC: *In essence, manipulation is the intentional interference with the free forces of supply and demand.*<sup>47</sup> Así, el delito de manipulación comprende las conductas que se traducen en operaciones aparentemente regulares pero que, en realidad, son controladas por los agentes para violar el libre juego de la oferta y de la demanda. Lo que significa, por otro lado, que tales operaciones crean una apariencia de liquidez o generan cotizaciones que, por estar artificialmente sustentadas, no se corresponden con la realidad.

Bajo estos conceptos se oculta una gran diversidad de prácticas negociables que, de forma más o

46. Así, MUCCIARELLI, *Speculazione Mobiliare*, p. 202.

47. Cfr. *Pagel, Inc. versus SEC*, 803 F. 2d 942 (8 th Cir. 1986), citado a partir del «working paper» de SJOBLUM, T., *Primer: Investigating and Proving a Market Manipulation Case*, sept. 1994, p. 2.

menos intensa, crean esta apariencia de liquidez o generan cotizaciones que no se corresponden con un precio determinado de acuerdo con la libre oferta y la demanda (la tipología angloamericana es muy amplia: *wash sales, circular trading, matched orders, scalping, painting the tape, corners*, etc.).<sup>48</sup>

b) La idoneidad de las prácticas ilícitas para alterar el regular funcionamiento del mercado. Las conductas descritas sólo adquieren relevancia penal a efectos del artículo 379, número 1 del CdVM si, de acuerdo con la letra del precepto, fueran «idóneas para alterar artificialmente el funcionamiento regular del mercado de valores mobiliarios o de otros instrumentos financieros».

Esta característica de la conducta (su idoneidad lesiva) surge ahora en el artículo 379, número 1 del CdVM de 1999 como un requisito claro de idoneidad lesiva de la conducta prohibida. La expresión «sean idóneas para» pretende referirse a un concepto («idoneidad») con tradición jurídica en la dogmática nacional, siendo simultáneamente expresivo para el intérprete y encargado de la aplicación del Derecho. Se trata de un concepto técnico, jurídicamente articulado con concreciones ejemplificativas descritas en el número 2 del artículo 379.

Este aspecto es fundamental para entender el ámbito de aplicación del precepto en relación a los mercados de valores mobiliarios. La cláusula de concreción del concepto tiene naturaleza ejemplificativa, destinándose a orientar al intérprete y al encargado de aplicar el Derecho. Por otro lado, resulta ahora inequívoco ante los números 1 y 3 del precepto que la manipulación puede tener lugar en cualquier mercado (primario, secundario, al contado o a plazo) o incluso en la interconexión de mercados (v.g. en el mercado al contado y a plazo).

No se exige, en la incriminación de la manipulación del mercado, cualquier alteración efectiva del funcionamiento regular del mercado como condición de aplicación del tipo penal. Esta era la doctrina que ya se seguía respecto al tipo penal del

artículo 667.º, número 1, que se estructuraba como los delitos de peligro, es decir, exigiéndose la idoneidad de la conducta (referida a un momento *ex ante*) para alterar el regular funcionamiento del mercado. No se exigía la efectiva alteración del regular funcionamiento del mercado como un resultado autónomo en relación a la conducta. De entenderse lo contrario, como lo que se sustentó por la *Relación de Lisboa*, contra la interpretación del precepto expresamente propuesta por el Ministerio Público, se violaría frontalmente la letra y la ratio de la norma.<sup>49</sup>

Entendido en estos términos, el delito del artículo 379, número 1 del CdVM de 1999, debe ser calificado (tal como el art. 667, n.º 1 del CdMVM de 1991) como un delito de peligro abstracto-concreto: se trata de una incriminación que prevé conductas que, por ser intrínsecamente peligrosas, ponen en peligro el bien jurídico tutelado.

c) *Elementos subjetivos*. Suprimido el elemento subjetivo especial del tipo contenido en el antiguo artículo 667, número 1, el tipo subjetivo del delito de manipulación del mercado sólo exige el dolo del agente, en los términos de los artículos 13.º y 14.º del Código Penal. El objeto del dolo se refiere a la conducta manipuladora descrita en el tipo y aplicable al caso.

3. El fundamento material de la incriminación de la manipulación del mercado se vuelve ahora más evidente: las prácticas ilícitas previstas en el tipo del delito son lesivas de los presupuestos del funcionamiento regular de un sector del sistema financiero, el mercado de valores mobiliarios, a través del cual se persiguen finalidades económicas del Estado, principalmente a través del encuentro entre los ahorros de las familias y la necesidad de financiación de las empresas (cfr. art. 101 de la Constitución). Quien divulga informaciones falsas, incompletas, exageradas o tendenciosas o ejecuta operaciones de naturaleza ficticia u otras prácticas fraudulentas, que sean idóneas para alterar el regular funcionamiento del mercado, controla de forma ilegítima aspectos esenciales de su estructura y organización, generando flu-

48. Una buena descripción a la luz de la teoría económica, se encuentra en FABRIZIO, S. y TROVATORE, G., Anotación al artículo 181, en CARLA RABATITI BEDOGNI (org.), *Il Testo Unico della intermediazione Finanziaria, Commentario*, Giuffrè, Milán, 1998, (pp. 999-1015), pp. 1000 a 1003.

49. Cfr. Acuerdo de la *Relación de Lisboa*, 3 nov. 1999 (adoptado en el proceso n.º 3984, no publicado). El Tribunal consideró que «el elemento alteración de las "condiciones de formación de las respectivas cotizaciones o precios" es como bien se deduce del uso de la conjunción cumulativo con el elemento de la modificación artificial del regular funcionamiento de los mercados de valores mobiliarios. Se trata, pues, de un delito material o de resultado...». Olvido el Tribunal que la expresión que debía interpretar era apenas una descripción ejemplificativa («particularmente a través») del elemento anterior «Con la intención de alterar artificialmente o regular el funcionamiento de los mercados de valores mobiliarios», razón por la cual no podría ser considerado un resultado sino sólo una característica ejemplificativa de esta expresión «con la intención...». Es cierto que la norma del art. 667.º, n.º 1 del CdMVM de 1991 estaba construida de una forma bastante compleja, pero aún así no parece permitir, con todo el respeto, la interpretación realizada por la *Relación de Lisboa*.



jos de liquidez artificial o creando cotizaciones que no tienen correspondencia en la realidad. De ese modo, el manipulador controla los riesgos económicos de sus inversiones (o de aquellos para quien actúa), creando riesgos ilícitos para los demás inversores.

Se trata, al igual que en el delito de abuso de información privilegiada, de una incriminación a través de la cual se demanda tutelar un bien jurídico supraindividual de naturaleza económica (el regular funcionamiento del mercado de valores mobiliarios), siendo posible, dentro de las soluciones del sistema penal, articular esa tutela con las pretensiones individuales de personas concretamente lesionadas (a través, por ejemplo, del referido sistema de adhesión: art. 71 y ss. del CPP).

4. El número 3 del artículo 379 consagra un nuevo delito, inexistente como tipo autónomo en el texto de 1991, de violación del deber de impedir prácticas manipuladoras por parte de un intermediario financiero. Se trata de un delito específico, dirigiéndose las normas de conducta implícitas en el tipo a los titulares de órganos de administración de los intermediarios financieros y responsables de la fiscalización o dirección de áreas de actividad. Las conductas que ahora se contemplan en este tipo penal se encontraban parcialmente abarcadas por las formas de participación en prácticas manipuladoras en el texto de 1991. No obstante, en el ámbito de los intermediarios financieros, las formas de concertación entre los diversos agentes (en especial, responsables de áreas funcionales y ejecutores materiales) resultan a veces difícilmente abarcables en base a la modalidad de participación, y por la presencia de una «prueba diabólica» cuando se trata de una confabulación basada en la omisión de control. Por eso, la incriminación debe ser vista como una consecuencia penal de la consagración de los deberes de diligencia organizativa interna (arts. 304 y 305) y del deber general de defensa del mercado (art. 311).

El tipo del artículo 379, número 3 se encuentra estructurado como un delito de peligro abstracto, bajo la forma de una omisión pura: basta la omisión dolosa (arts. 13.º y 14.º del Código Penal) del deber de poner inmediatamente fin a las prácticas manipuladoras que tengan lugar dentro de la intermediación financiera, en los términos del precepto, para que la infracción esté consumada. La cláusula de subsidiariedad expresa que se incluye en la parte final del número 3 del artículo 379 implica la no aplicabilidad del precepto si de la conducta del agente en cuestión surge un delito más grave (por ejemplo, una situación de instigación, autoría mediata o de coautoría, en los términos del art. 26.º del Código Penal, en los hechos manipuladores descritos en el n.º 1 del art. 379).

5. La distinción entre el delito de manipulación del mercado (art. 379, n.º 1) y la infracción administrativa por violación de las reglas de defensa del mercado (art. 311 y 398, d)) no siempre es fácil de establecer. Puede incluso suceder que los hechos resulten formalmente subsumibles en ambas infracciones. Independientemente también se puede verificar la hipótesis de un concurso efectivo entre ambas infracciones (art. 420). La distinción sólo puede ser encontrada en el plano material. En mi opinión, la *manipulación del mercado* se traduce en comportamientos a través de los cuales se crea el riesgo de que el agente controle ilegítima y artificialmente las estructuras de funcionamiento del mercado (por ejemplo, el proceso de formación de precios o la liquidez de un valor mobiliario). Contrariamente, en la infracción administrativa por violación de las reglas de defensa del mercado los comportamientos no afectan a las estructuras de funcionamiento del mercado, limitándose a una utilización abusiva o errada (muchas veces puntual) del mercado, utilizándolo abusivamente para un fin extraño a su función (por ejemplo, una operación puntual de «lavado de cupones» a efectos fiscales podrá tener esta solución, si no llega a crear una liquidez artificial demasiado expresiva que pueda afectar a la estructura de funcionamiento del mercado).

## V. Los delitos contra el mercado como delitos económicos

1. Como resulta del análisis hecho, los delitos de abuso de información privilegiada y de manipulación del mercado prevén comportamientos que ponen en peligro o que lesionan las estructuras de funcionamiento de un sector del sistema financiero (el mercado de valores mobiliarios).

A través del abuso de información privilegiada se pone en peligro o se lesiona un presupuesto del funcionamiento de un mercado eficiente: la función pública de la información, en cuanto criterio de distribución del riesgo negocial. Quien interviene en el mercado con información privilegiada protege ilegítimamente su decisión de inversión (o crea el riesgo de que otros lo hagan) con información privilegiada. Por otro lado, quien manipula el mercado controla ilícitamente el propio mecanismo de libre formación de las cotizaciones, neutralizando el riesgo de su inversión (o la de aquellos en beneficio de quien actúe) y poniendo en riesgo la inversión de los demás inversores, pudiendo incluso viciar las decisiones públicas o privadas que empleen como referencia las cotizaciones del mercado manipulado (decisiones de inversión individuales o relativas a fondos que integren acti-

vos manipulados, valoraciones, prendas, particiones, etc.). La propia entidad emisora que ve sus activos manipulados puede ver su imagen en el mercado de valores mobiliarios perjudicada con la manipulación, tal como puede tener algún interés en ello para invocar un supuesto interés del mercado por sus activos.

En la exacta medida en que los delitos descritos lesionan aspectos esenciales del funcionamiento de un sector del sistema financiero, estamos frente a agresiones a una vertiente de la economía nacional y, por esa razón, los delitos de abuso de información privilegiada y de manipulación del mercado son delitos económicos y no delitos patrimoniales.<sup>50</sup> Por eso mismo, es correcta la naturaleza procesal de los delitos: se trata, en ambos casos, de delitos públicos.

2. No se niega que puedan existir otros valores lesionados de forma indirecta, como sería el patrimonio de quienes negocian con el *insider*, el patrimonio de las personas que son inducidas a error por la manipulación del mercado o las propias entidades emisoras. Sin embargo, estos intereses de naturaleza privada tienen entre nosotros una tutela específica, por vía de diferentes figuras jurídicas. Así, los daños patrimoniales pueden ser objeto de una acción de responsabilidad civil, siendo posible solicitarla en la propia causa penal (arts. 71.º y ss. del CPP). Las ventajas patrimoniales obtenidas ilícitamente con el uso de información privilegiada pueden ser objeto de decomiso compulsivo por vía de los mecanismos previstos en los artículos 449 y 450 del CSC. Las relaciones de confianza entre el *insider* y la fuente de información o entre el manipulador y el intermediario financiero para quien trabaja, pueden ser tuteladas por vía del Derecho Laboral. La divulgación de secretos que merecen tutela legal son igualmente susceptibles de justificar la aplicación de los delitos de «violación de secreto» y de «aprovechamiento indebido de secreto», previstos en los artículos 195 y 196 del Código Penal. Por lo demás, muchas de las conductas descritas pueden igualmente ser valoradas a la luz de los delitos comunes que tutelan el patrimonio de las personas (como el delito de infidelidad (224), abuso de confianza (205), estafa (217), todos del Código Penal) o llevar a la aplicación autónoma del delito de falsificación de documentos (256 del Código Penal). A la vista de este mapa legal y esta diversidad de soluciones, se vuelve aún más evidente la autono-

mía de los delitos contra el mercado de valores mobiliarios y su naturaleza de delitos económicos.

## VI. El régimen de las averiguaciones preliminares

1. Resulta relativamente innovador el régimen de averiguaciones preliminares previsto en los artículos 382 a 387 del CdVM de 1999. Aunque no se trata realmente de una novedad, ni en términos de Derecho comparado, ni en el plano del Derecho interno. En cuanto al primer aspecto, algunos ordenamientos jurídicos europeos han acogido soluciones específicas en esta materia como el régimen del *acertamento preliminare* consagrado por la CONSOB en Italia que funciona, en el plano jurídico, como una intervención verdaderamente prejudicial en relación a la posible intervención del Ministerio Público. En Portugal, el artículo 16.º, número 2 b) del CdMVM de 1991 acogía una figura, de contornos dudosos y poco claros, que designaba como «indagaciones para la averiguación» en diversas materias de naturaleza penal. Debe comprenderse la necesidad de estos regímenes a la luz de la evolución de la investigación penal y de la necesaria articulación entre autoridades administrativas con competencias específicas en ciertas áreas y las autoridades judiciales y órganos de policía criminal.

2. La dicotomía tradicional entre actividades de policía administrativa y policía de investigación corresponde a un modelo de comprensión de los problemas que, en mi opinión, no se adecua integralmente a algunas situaciones actuales, en que entidades administrativas o entidades policiales desarrollan procedimientos que no se corresponden con la simple prevención administrativa ni constituyen verdaderamente investigación penal que, en la lógica del Código de Procedimientos Penal, se hará dentro del sumario.<sup>51</sup>

En los Estados modernos se encuentran des- concentrados muchos de los poderes de regulación de áreas socio-económicas para entidades y organismos autónomos, a los cuales se atribuyen poderes públicos de naturaleza diversa (poderes administrativos, en el sentido clásico y nuclear del término, de supervisión técnica, de intervención reglamentaria o de persecución de infracciones, en el marco del Derecho administrativo sanciona-

50. Sobre esta contraposición, entre delitos económicos y delitos patrimoniales, véase FIGUEIREDO DIAS, J. y COSTA ANDRADE, M. da, *Problema geral das infracções contra a economia nacional*, pp. 336 y ss.

51. Sobre este tema, COSTA PINTO, F. da, *Os crimes contra o mercado de valores mobiliários: averiguações preliminares e investigação criminal*, en curso de publicación.

dor).<sup>52</sup> Al mismo tiempo, se mantiene el modelo de investigación penal, controlado en sus diversas fases por autoridades judiciales. No obstante, las materias, los ámbitos y los agentes implicados no son los mismos, razón por la cual los problemas no pueden tener exactamente las mismas respuestas pensadas para situaciones más comunes de lo que se puede designar como criminalidad tradicional.

Una señal bastante clara de estas nuevas exigencias en cuanto a infracciones de carácter económico fue dada por la Directiva 89/592/CEE, de 13 de noviembre (relativa a la coordinación de las reglamentaciones referidas a las operaciones de *insiders*). En su artículo 8.º, la Directiva, refiriéndose a las autoridades del mercado (art. 8.º, n.º 1), afirma que, para cumplir las misiones que le han sido confiadas en cuanto a la lucha contra el uso de información privilegiada, «las autoridades competentes deben estar dotadas de la competencia y de los poderes de control y averiguación necesarios, si es necesario en colaboración con otras autoridades» (n.º 2 del citado art. 8.º). El precepto no se refiere necesariamente a la investigación penal, ya que la Directiva no obliga a que los diversos Estados criminalicen las prácticas de utilización abusiva de información privilegiada (cfr. artículos 2.º a 6.º), sólo exige que los Estados prohíban esas prácticas. Sin embargo, resulta evidente que cuando un Estado opta por una prohibición de naturaleza penal el régimen de control y averiguación de las autoridades de los mercados, previsto en el artículo 8.º, número 2 de la Directiva, tiene que ser concretado a la luz de la naturaleza de la infracción de que se trate.

En el caso de la criminalidad económica y financiera, el desfase entre las respuestas a la criminalidad tradicional y los nuevos desafíos representados por las nuevas formas de criminalidad es aún más notorio. Entre los hechos que pueden tener relevancia penal y las autoridades judiciales que dirigen funcionalmente la investigación se encuentran a veces autoridades administrativas, con un conjunto de atribuciones y competencias legales que interfieren, entre otros aspectos, con la forma como se conocen esos hechos y se realizan las pruebas sobre los mismos, sin que tales entidades sean, en general, consideradas órganos de

policía criminal. Desde el punto de vista de la investigación penal este aspecto resulta fundamental. La autoridad judicial (o Ministerio Público) que dirige la fase de investigación por excelencia del proceso penal (la instrucción) no tiene en muchos casos contacto directo con las fuentes de la criminalidad económica. Incluso los órganos de policía criminal que investigan los hechos sobre el terreno están, ante algunas autoridades administrativas, colocados en otra línea de intervención, a pesar de que asistimos a alguna especialización de la policía en estas materias en los últimos años. Sin que eso implique cualquier juicio de valor sobre la intervención de las diversas entidades, no se puede dejar de reconocer que varios sectores socioeconómicos están prioritariamente confiados por ley a autoridades administrativas que, por esa razón, poseen una capacidad de intervención en el terreno, un conjunto de medios y una experiencia que los órganos de policía criminal y las autoridades judiciales en general no tienen.

La cuestión central que a partir de estos datos se puede formular es la siguiente: ¿de qué forma se deben articular las autoridades administrativas, las autoridades judiciales (en especial, el Ministerio Público) y los órganos de policía criminal respecto al conocimiento e investigación de los hechos que, estando integrados en las atribuciones y competencias de las autoridades administrativas, poseen relevancia criminal?

En esta materia, el mejor camino parece ser el de la comprensión de la razón de ser de la intervención de cada una de las entidades en cuestión a la luz del régimen legal vigente (incluido el compromiso comunitario resultante del art. 8.º, n.º 2 de la Directiva 89/592/CEE, 13 nov.) y procurar la eventual armonización de esos aspectos, en la medida en que ello se revele necesario para cumplir las finalidades del sistema jurídico.

3. Fue exactamente esto lo que se intentó conseguir con la reglamentación de las averiguaciones preliminares en el nuevo CdVM. En la generalidad de los casos los procesos por abuso de información privilegiada y manipulación del mercado tienen su origen en la propia CMVM, como resultado del ejercicio de sus poderes de supervisión y de acompañamiento de los mercados.<sup>53</sup> El envío de estos hechos a la autoridad judicial competente

52. Para una caracterización de la actividad de supervisión y su relación con la actividad sancionatoria, consúltese, NUNES PEREIRA, J., *Regulação e Supervisão*, passim y COSTA PINTO, F. da, *A supervisão no novo Código dos Valores Mobiliários*, (a publicar en el n.º 6 de los *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*).

53. Elementos estadísticos de gran interés sobre las denuncias de delitos contra el mercado de valores mobiliarios, la articulación entre la autoridad de supervisión y las autoridades judiciales y otros aspectos procesales y sustantivos, se encuentran en el estudio de VERDELHO, P. y PEDROSA, P., «Crimes no Mercado de Valores Mobiliários. As primeiras experiências» en *Revista do Ministério Público*, n.º 75, 1998, pp. 115 a 138.

sólo tiene sentido en la medida en que corresponda a una noticia del delito que justifique la apertura de la instrucción.<sup>54</sup> Para ello los hechos tienen que ser tratados y comprendidos a la luz de un análisis técnico que dote desde el principio de consistencia jurídico-económica a los hechos, que se subsumirán a los tipos del delito. Resulta conveniente para el buen funcionamiento del sistema que ese análisis preceda el envío de los hechos a la autoridad judicial competente. El propio concepto de noticia del delito depende en gran medida de este tipo de valoración técnica, ya que por sí solos los hechos en este área de actividad no sugieren de forma inequívoca una posible ilicitud intrínseca.

Por eso mismo, las averiguaciones preliminares surgen en el CdVM como una fase facultativa de los procedimientos de supervisión, destinada a profundizar sobre los hechos y la interpretación técnica de los elementos recogidos sobre delitos contra el mercado de valores mobiliarios (artículo 383). Para ello, la CMVM dispone de diversas prerrogativas, descritas en el artículo 385 que, cuando correspondan a actos previstos en el Código Procesal Penal, siguen el respectivo régimen, fundamentalmente en cuanto a la intervención de una autoridad judicial (art. 385, núms. 2 y 5). El límite legal de esta actividad es la obtención de una noticia del delito, en cuyo caso los elementos recogidos serán enviados a la autoridad judicial competente (art. 386).

4. En su versión inicial, el campo de aplicación de las averiguaciones preliminares era potencialmente más amplio, pues se preveía la incriminación de la intermediación financiera no autorizada y la gestión de mercados sin autorización (cfr. Ley de autorización legislativa n.º 106/99, 26 jul., art. 3.º, n.º 1, d) y e)). El Gobierno no usó parte de esta autorización, siendo calificados estos hechos como meras infracciones administrativas en el texto del CdVM de 1999 (art. 394, n.º 1 a) y b)).

Aún así existe un espacio relevante para el recurso a esta figura de averiguaciones preliminares, siempre que se justifique realizar una recogida específica de elementos, autónomamente o en conjunto con autoridades judiciales u órganos de policía criminal, así como en los casos en que los conceptos técnicos integrados en los tipos penales exijan el recurso a elementos y al cruce de infor-

mación a recoger en el terreno para profundizar el análisis de los hechos relevantes.

Importante es destacar que estos poderes todavía son una forma específica de supervisión: se trata de una supervisión que funciona como un *filtro técnico especializado*.<sup>55</sup> Las ventajas de este filtro técnico son considerables. Permite, desde luego, que la investigación penal posterior se concentre en lo esencial y evita que se remitan a la investigación criminal elementos sin viabilidad técnica en el ámbito de los delitos de mercado. En ese sentido, se trata incluso de una solución conforme al principio de la subsidiariedad de la intervención penal (art. 18.º, n.º 2 de la Constitución), que potencia la eficiencia de la actuación de las instancias de investigación criminal y evita que el ciudadano sea innecesariamente imputado en un proceso criminal frustrado desde su inicio por razones técnicas.

### Anexo Disposiciones penales del Código de Valores Mobiliarios de 1999

**Art. 378. Abuso de información.** 1. Quien disponga de información privilegiada debido a su calidad de titular de un órgano de administración o de fiscalización de un emisor o de titular de una participación en el respectivo capital y la transmita a alguien fuera del ámbito normal de sus funciones o, en base a esa información, negocie o aconseje a alguien a negociar en valores mobiliarios u otros instrumentos financieros u ordene su suscripción, adquisición, venta o permuta, directa o indirectamente, para sí o para otro, será castigado con la pena de prisión de hasta 3 años o con pena de multa.

2. En la misma pena incurre quien disponga de información privilegiada por razón del trabajo o servicio que preste, con carácter permanente u ocasional, a esa u otra entidad o en virtud de la profesión o función pública que ejerza, y la transmita a alguien fuera del ámbito normal de sus funciones o, en base a esa información, negocie o aconseje a alguien a negociar en valores mobiliarios u otros instrumentos financieros u ordene su suscripción, adquisición, venta o permuta, directa o indirectamente, para sí o para otro.

54. En sentido coincidente, MIRANDA, A.J. y VERDELHO, P., «A Securities and Exchange Commission e o Processo de Formação de Quadros Num Ambiente de Globalização» en *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 5, 1999 (pp. 191 a 204), cuando, después de apuntar la necesidad de cooperación entre diversas entidades, concluyen (p. 204) que «la relación entre instrucciones e inspecciones de rutina sólo alcanza un nivel considerado satisfactorio cuando posibilita, por el intercambio de información debidamente tratada, valor acrecentado a ambos trabajos».

55. En este sentido, MUCCIARELLI, *Speculazione Mobiliare*, pp. 251-252 y GÓMEZ INIESTA, *La utilización abusiva de información privilegiada*, pp. 460-461.

3. Cualquier persona no comprendida en los números anteriores que, teniendo conocimiento de una información privilegiada cuya fuente sea alguna de las personas referidas en los números 1 y 2, la transmita a otra, o, en base a esa información, negocie o aconseje a alguien a negociar en valores mobiliarios u otros instrumentos financieros u ordene su suscripción, adquisición, venta o permuta, directa o indirectamente, para sí o para otra, será castigada con la pena de prisión de hasta 2 años o con pena de multa de hasta 240 días.

4. Se entiende por información privilegiada toda la información no hecha pública que, siendo precisa y referida a cualquier emisor o a valores mobiliarios u otros instrumentos financieros, sería idónea, le fuese dada publicidad, para influenciar de manera sensible en su precio en el mercado.

5. Lo dispuesto en este artículo no se aplica cuando las operaciones sean efectuadas por el Banco Central Europeo, por un Estado, por su banco central o por cualquier otro organismo designado por el Estado, por razones de política monetaria, cambiaria o de gestión de la deuda pública.

6. La tentativa de cualquiera de los ilícitos descritos es punible.

**Art. 379. Manipulación del mercado.** 1. Quien divulgue informaciones falsas, incompletas, exageradas o tendenciosas, realice operaciones de naturaleza ficticia o ejecute otras prácticas fraudulentas que sean idóneas para alterar artificialmente el regular funcionamiento del mercado de valores mobiliarios o de otros instrumentos financieros será castigado con prisión de hasta 3 años o con pena de multa.

2. Se consideraran idóneas para alterar artificialmente el regular funcionamiento del mercado, principalmente, los actos que sean susceptibles de modificar las condiciones de formación de los precios, las condiciones normales de la oferta o de la demanda de valores mobiliarios o de otros instrumentos financieros o las condiciones normales de lanzamiento y de aceptación de una oferta pública.

3. Los titulares del órgano de administración y las personas responsables de la dirección o de la fiscalización de áreas de actividad de un intermediario financiero que, teniendo conocimiento de los hechos descritos en el n.º 1, practicados por personas directamente sujetas a su dirección o fiscalización y en el ejercicio de sus funciones, no les pongan inmediatamente fin serán castigados con pena de prisión de hasta 2 años o pena de multa de hasta 240 días, a no ser que les correspondiera una pena más grave por fuerza de otra disposición legal.

4. La tentativa de cualquiera de los ilícitos descritos es punible.

**Art. 380. Penas accesorias.** A los delitos previstos en los artículos anteriores pueden serles aplicadas, además de las referidas en el Código Penal, las siguientes penas accesorias:

a) interdicción, por plazo no superior a 5 años, del ejercicio por el agente de la profesión o actividad que con el delito se relaciona, incluyendo inhibición del ejercicio de funciones de administración, dirección, jefatura o fiscalización y, en general, de representación de cualquier intermediario financiero, en el ámbito de alguna o de todas las actividades de intermediación en valores mobiliarios o en otros instrumentos financieros;

b) publicación de la sentencia condenatoria a expensas del condenado en locales idóneos para el cumplimiento de las finalidades de prevención general del sistema jurídico y de la protección del mercado de valores mobiliarios o de otros instrumentos financieros.

## *Sección II*

### *Delito de Desobediencia*

**Art. 381. Desobediencia.** 1. Quien se niegue a acatar las órdenes o los mandados legítimos de la CMVM, emanados en el ámbito de sus funciones de supervisión, o cree, de cualquier forma, obstáculos a su ejecución, incurrirá en la pena prevista para el delito de desobediencia calificada.

2. En la misma pena incurrirá quien no cumpla, quien dificulte y quien defraude la ejecución de las sanciones accesorias o de las medidas cautelares aplicadas en el procedimiento administrativo sancionador.

## *Sección III*

### *Disposiciones Procesales*

**Art. 382. Adquisición de la noticia del delito.**

1. La noticia de los delitos contra el mercado de valores mobiliarios o de otros instrumentos financieros se adquiere por conocimiento propio de la CMVM, por intermediación de los órganos de policía criminal o mediante denuncia.

2. Cualquier autoridad judicial, entidad policial o funcionario que, en el ejercicio de sus funciones, tenga conocimiento de hechos que puedan llegar a ser cualificados como delito contra el mercado de valores mobiliarios o de otros instrumentos financieros debe dar inmediato conocimiento de ellos al Consejo Directivo de la CMVM.

**Art. 383. Averiguaciones preliminares.** 1. Obtenido el conocimiento de hechos que puedan llegar a ser cualificados como delito contra el mercado de valores mobiliarios o de otros instrumentos financieros, puede el Consejo Directivo de la CMVM determinar la apertura de un proceso de averiguaciones preliminares.

2. Las averiguaciones preliminares comprenden el conjunto de las diligencias necesarias para indagar la posible existencia de la noticia de un delito contra el mercado de valores mobiliarios u otros instrumentos financieros.

3. Las averiguaciones preliminares son desarrolladas sin perjuicio de los poderes de supervisión de la CMVM.

**Art. 384. Competencia.** El proceso de averiguaciones es iniciado y dirigido por el Consejo Directivo de la CMVM, sin perjuicio de las reglas internas de distribución de competencias y de las delegaciones genéricas de competencias en los respectivos servicios.

**Art. 385. Prerrogativas de la CMVM.** 1. La CMVM puede, a efectos de lo dispuesto en los artículos anteriores, solicitar a personas y entidades todas las aclaraciones, informaciones, documentos, independientemente de la naturaleza de su soporte, objetos y elementos necesarios para confirmar o negar la sospecha de delito contra el mercado de valores mobiliarios u otros instrumentos financieros.

2. La CMVM puede, a efectos de lo dispuesto en los artículos anteriores, proceder a la aprehensión e inspección de cualesquiera documentos, independientemente de la naturaleza de su soporte,

valores, objetos relacionados con la posible práctica de delitos contra el mercado de valores mobiliarios u otros instrumentos financieros, o proceder al sellado de objetos no aprehendidos en las instalaciones de las personas y entidades sujetas a su supervisión, en la medida en que se revelen necesarios para la averiguación de la posible existencia de la noticia de delito contra el mercado de valores mobiliarios u otros instrumentos financieros.

3. La CMVM puede, a efectos de lo dispuesto en los números anteriores, requerir la colaboración de otras autoridades, entidades policiales y órganos de policía criminal.

4. En caso de urgencia o peligro por la demora, la CMVM puede, incluso antes de iniciadas las averiguaciones preliminares, proceder a los actos necesarios para la adquisición y conservación de la prueba a los efectos descritos en la presente sección.

5. A los actos practicados al amparo del n.º 2 de este artículo se les aplica el régimen previsto en el Código Procesal Penal.

**Art. 386. Conclusión del proceso de averiguaciones.** Concluido el proceso de averiguaciones preliminares y obtenida la noticia de un delito, el Consejo Directivo de la CMVM remite los elementos relevantes a la autoridad judicial competente.

**Art. 387. Deber de notificar.** Las decisiones tomadas a lo largo de los procesos por delitos contra el mercado de valores mobiliarios u otros instrumentos financieros deben ser notificadas al Consejo Directivo de la CMVM. ●